全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

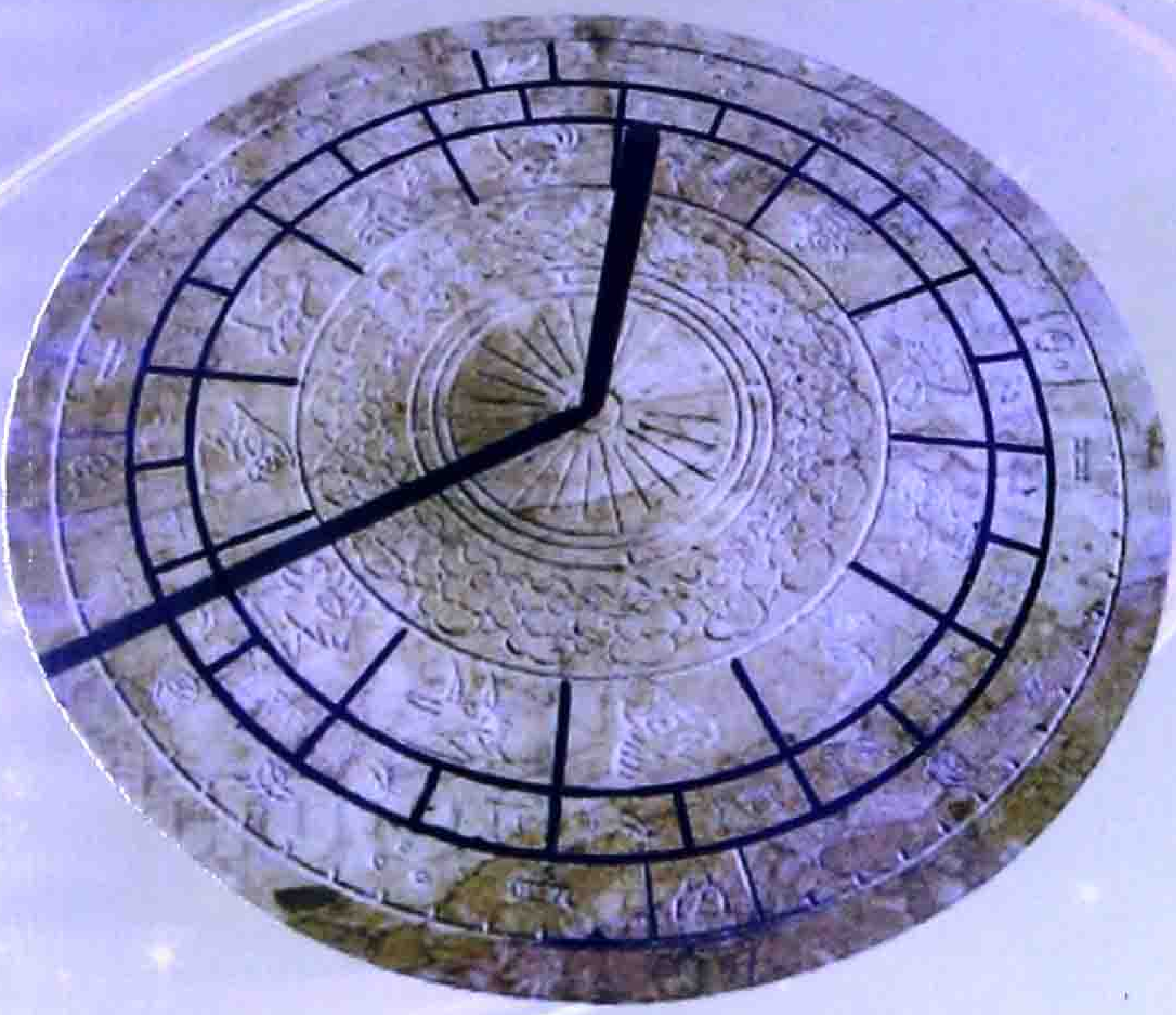
一位股票投资家的良知

国内首次详解、改进彼得·林奇最先提出的市盈率预期增长率估值理论

国内首次对杰里米J.西格尔的中国股票数据提出异议

国内首次提出护城河理论与估值理论结合

正式提出中国特色经济护城河



陈逢元 著

我为何放弃技术分析

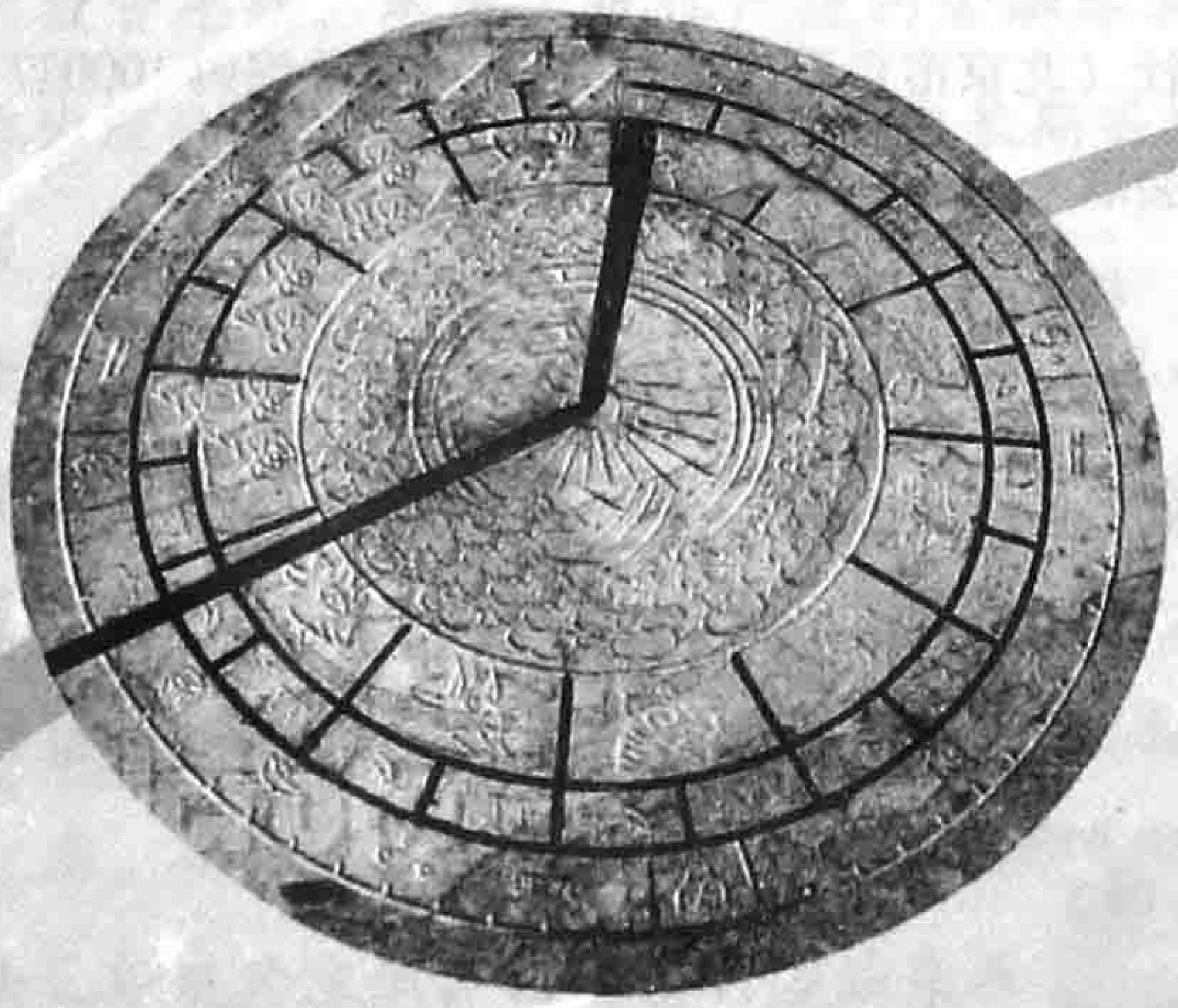
机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位股票投资家的良知

我为何放弃技术分析

陈逢元 著



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书从全新视角对股票实际价值的分析方法进行了详细阐述，通过对估值理论与“护城河”理论的有机结合，解决了估值理论对未来无力把握、“护城河”理论受挫于股票估值的各自缺陷。进而讲述了实际操作上应该重视的具体细节，并以作者当前的投资组合作为具体分析范例，排除了事后选择范例的主观性，也因此最具真实性，实现了与理论阐述的紧密结合。

本书在国内浩如烟海的股票类书籍中独树一帜，扭转了股票操作上普遍的错误观念，为投资者指明了正确的战略方向，非常适合希望通过股票投资积累财富的投资者阅读。

图书在版编目（CIP）数据

一位股票投资家的良知：我为何放弃技术分析／陈逢元著.
—北京：机械工业出版社，2014.11

ISBN 978-7-111-48421-9

Ⅰ.①一… Ⅱ.①陈… Ⅲ.①股票投资—基本知识 Ⅳ.①F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 253132 号

机械工业出版社（北京市百万庄大街 22 号　邮政编码 100037）
策划编辑　康会欣
责任编辑　雅　倩　刘　静
装帧设计　张　静
北京市媛明印刷有限公司印刷
2014 年 12 月第 1 版·第 1 次印刷
170mm×242mm·10.5 印张·146 千字
标准书号：ISBN 978-7-111-48421-9
定价：28.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

电话服务	网络服务
社服务中心：（010）88361066	教 材 网：http://www.cmpedu.com
销 售 一 部：（010）68326294	机工官网：http://www.cmpbook.com
销 售 二 部：（010）88379649	机工官博：http://weibo.com/cmp1952
读者购书热线：（010）88379203	**封面无防伪标均为盗版**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免责声明：本书全部内容系陈逢元据个人投资经验写作而成。股市有风险，投资需谨慎，出版社及作者不对读者任何操作的盈利和亏损担负任何责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈逢元

福建漳州人，职业投资者。潜心研究股票投资17年，2005～2007年任私募基金经理。不仅投资技艺高超，而且从业品德优良。在2007年的股市泡沫时期，他解散了亲自组建的私募基金，使得其投资人避开了2008年的股灾。2006～2014年，在《大众理财顾问》杂志发表股票、基金分析类文章20余篇，两次被评为年度“最受读者认可的作者”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

从1997年起，我在股票市场研究奋战十数年，走过很多弯路，也收获了许多知识，得到了许多经验，总结出了一套独立的投资系统。这套投资系统并不是我发明的，而是我大量学习了多位发达国家投资大师的投资思想，参考了数位严谨的金融学教授的研究数据，并以此作为理论基础，经过在中国股市中长期实战，最终融会贯通凝练而成。

一直以来，我有意将这套投资系统整理成书。但是，我是专业投资者，不是专业作家，写一本书远不像写几篇文章那么简单，这需要耗费大量的时间和精力。我经常会到书店转转，看到国内关于股票投资的书籍基本上以技术分析为主，基本分析类书籍相当少。我多了几分忧虑。要知道，发达国家证券市场经过几百年的发展，基本分析方法已经成为主流，技术分析方法因具有先天缺陷而逐渐被边缘化。国内各类财经传媒栏目，每每见分析师口若悬河、津津乐道的也都是各种技术指标，将消息作为基本分析的最重要内容。我个人以为，如此传道解惑将股民带入危险的误区，这是绝大多数股民亏损的重要原因。

我的孩子逐渐长大，日后接触包括股票在内的各种投资品难以避免。我下定决心，再大的困难也要把我的投资思维完整地表达出来。同时，用文字形式进行表述的过程也是对我的投资思维的梳理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过程，使我容易发现其中的不足而加以改进，因此写这本书也有益于提高我的投资水平。这本书将作为我的精神财富留给我的儿子和外甥，即使他们长大后没有从事金融投资业。但是，热爱读书、虚心好学、坚持己见、努力不懈的精神是本书的思想基础，这在任何行业都是同样需要的。

我相信，学习了此书并按正确的价值投资理论认真实践，门外汉、初级投资者也会避开弯路，跃升为中等级别的投资者；草根出身的年轻人也许能够提前十年以上实现自己的财富梦想。也希望此书能帮助在股市中一再亏损的股民认识股票的价值真相，及早走出短线交易的泥潭，从而走向成功。当然，读者若有志成为高级别投资者，必须在正确的道路上经过长期的学习与实践，积累丰富的知识与经验。达到如此级别，你就具备了攻守兼备的能力，在暴跌暴涨的市场中沉着冷静、稳如泰山。

股票投资绝非一夜暴富的途径，财富的积累需要一个长期的复利过程，越往后，相同的资本增长率对应的才会是截然不同的绝对数值。年轻人有思想、定力上的劣势，但具有学习上的优势，更具时间上的优势。因此，我时常鼓励年轻人努力工作，理性进行股票投资，不要继续在缭绕的烟雾下、虚拟的网络中、奢靡的夜店里耗费着昂贵的青春；不要让自己用辛勤的汗水换来的金钱无度地流进卷烟厂、酒吧以及 KTV 老板的腰包。很多人之所以成功，是因为他们从不虚度青春，总是勤奋努力、勤俭节约而又精明过人。如果我们把金钱和精力用在正确的地方，那么将会得到更加健康的身体，收获更加充实的精神生活，同时也会拿得出宝贵的创业资本。

借用本书的出版，写下对年轻人的建议：不要每天下班后都去喝酒、打牌，你们的老板不会这样做，这是他们之所以会成为老板的重要原因之一。如果你们有更好的创业渠道，那就拿出全部激情去实现你们的理想。如果没有别的创富之路，那就可以把你们节约下来的钱都用来投资。你无须把钱财花费在所谓的时尚行为上面包装自己，睿智、独立、自信、谦逊会体现在你的眼睛和言行里，这才是永恒的时尚。

“聚沙成塔”的观念是用在投资上还是用在消费上，决定了你的一生是富足还是贫穷。股票投资不一定非得要大资金，只要足够买 100 股，一笔小钱就可以开始。我这样认为：即使遭受损失（当然，你不可胡乱投资），也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是你的人生历练，由此你获得了宝贵经验，总比在不健康的生活方式中浪费掉要好得多。我在金融投资界奋战十数年，除了获得知识与经济独立外，还有额外收获，那就是对任何针对个人的经济欺诈手段都能一眼识穿。

本书的特点是：用简洁的语言在实践中诠释价值投资理论，各章节环环相扣，形成完整的投资体系，实用性很强。我把 17 年的投资经验倾力授出，希望能帮助投资者实现属于自己的财富梦想！

陈逢元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

前言

综述 投资股票的长期优势 1

投资是贯穿我们人生的长久行为，投资标的的选择是首要内容，它决定了长期投资绩效的高低。根据杰里米 J. 西格尔教授的研究，以美国市场为例，在1801～2001年200年间，美元贬值93%，黄金价格下跌2%，国库券收益涨303倍，债券收益涨951倍，股票收益涨599 604倍。

第一章 投资分析 13
第一节 公司财务分析 15
第二节 投资估值分析 20
第三节 市盈率预期增长率指标的应用 29
第四节 定性分析 34

股市巨幅波动，股价上蹿下跳。股票的真实价格几何？我曾在刊物上撰文指出，买进一只股票，就是买进一项经营性资产，而股票价格取决于这项经营性资产的盈利能力。只有公司的生产经营获得利润，且利润高于安全的固定收益类投资（比如国债或银行定期储蓄）所得，股票才有投资价值。因为投资股票风险较高，预期收益理应更高。而要收获理想的投资收益，关键在于公司选择和股票估值。在这一章里，我将就这两个投资行为的核心问题进行解说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章　投资策略　43
第一节　集中持股的风险　45
第二节　组合投资　51
第三节　关于卖出　55
第四节　投资组合策略与优化调整（实例）　62
第五节　善于学习　68
第六节　独立思考　73
第七节　金融衍生品　81

第一章已经讲述了股票投资的原理，投资者弄明白之后，选股就不再是难事。但是，投资股票还有重要的一环，那就是：市场是错综复杂的，总会有投资者难以预料的局面出现，我们必须尽最大可能地避开不可预知的风险，以求收获稳定的收益。这就需要运用一些合理的投资策略。

第三章　股票分析范例　87
第一节　中国神华　89
第二节　招商银行　94
第三节　贵州茅台　104
第四节　其他股票　111
第五节　组合策略　117

本章的范例，我不选择过去已经成功的投资案例。因为已经事过多年，对当时的思绪进行回忆总会有遗漏和错误；并且，结果已经明了，案例选择太容易了；甚至，受已经明了的结果影响，案例表述也容易有不自觉的、非故意的添加和掩盖。于是，我选择当前的投资组合作为本书的投资范例。本篇中，我将对该投资组合的选股思路进行详细表述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章　其他投资文章　121

谁说买基不择时　123

买基正当时　127

私募界心声：高位炒股暂缓而行　129

亏损是怎样炼成的　133

套利交易不可行　136

房产的估值　140

商品期货投资感悟　142

我为何放弃技术分析　147

2006 年至今我在《大众理财顾问》杂志发表文章 20 篇。其中部分篇节经过改写后，已经编入本书正文，部分具有参阅价值的文章编入本章。由于杂志限于篇幅，原先刊发的文章进行了不少删节。现今，编入本书的都是原稿。另有 3 篇文章选自我的投资笔记。

附录　陈逢元推荐的投资类书籍　151

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综　述

投资股票的长期优势

投资是贯穿我们人生的长久行为，投资标的的选择是首要内容，它决定了长期投资绩效的高低。根据杰里米 J. 西格尔教授的研究，以美国市场为例，在 1801 ~ 2001 年 200 年间，美元贬值 93%，黄金价格下跌 2%，国库券收益涨 303 倍，债券收益涨 951 倍，股票收益涨 599 604 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们先来看看大众熟悉的几个主要投资品种的长期升值状况。由于中国的投资市场形成时间至今仍然太短，数据信息不全且有限，我对投资品长期投资的回报数据采用几位发达国家金融教授的研究数据，价值理念不存在国界。

杰里米 J. 西格尔教授的研究主要以有 200 多年历史成熟的美国市场为蓝本。以 1801 年投资 1 美元为基准，可以看到截至 2001 年 200 年间的各项名义收益率。期间 CPI（消费价格指数）涨 13.67 倍，黄金价格涨 13.38 倍，国库券收益涨 4454 倍，债券收益涨 13 974 倍，股票收益涨 8 800 000 倍。以通货膨胀率 1.4%（19 世纪美国的大部分时间段物价非常稳定，通货膨胀率仅在 0.1% 左右，导致总数据被拉低）对名义收益率进行调整后，美元贬值 93%，黄金价格下跌 2%，国库券收益涨 303 倍，债券收益涨 951 倍，股票收益涨 599 604 倍。

黄金

从以上数据可以看出，在这 200 年里，黄金是最差的投资，仅仅起到保值作用。过去 200 年黄金可以保值，未来是否还是如此呢？我先从供需角度进行分析。

黄金的用途分为金融货币用途和商品用途。黄金具有电阻小、抗腐蚀、可锻造等优点，商品用途主要是首饰业、航天及电子工业、牙科治疗业、寺院等建筑装饰以及其他工业。

从黄金产量、存世量上看：

截至 2014 年，2001 年是一个转折点，全球黄金产量达到 2600 吨，为历史峰值。之后黄金产量开始下降，至 2009 年为 2350 吨，降幅为 9.6%。而 1999 年，美国期货市场黄金价格跌至 254 美元/盎司的最低点后步入牛市，2009 年黄金期货价格最高达 1227 美元/盎司。按照常识，全球黄金产能应该有意增加产量。但是黄金却逐渐减产，由此可以推断：黄金作为不可再生资源已经越过了产能峰值，在新的大型矿藏被发现之前，已探明的黄金资源开始减少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融货币用途的黄金永存于世，商业用金又多数可以循环利用，真正消耗掉的只占很少的一部分。虽然黄金年产量越过了峰值，但总存量还是逐年增加。

从金融需求上看，据美国地质勘探局（USGS）有关资料，世界黄金存量数据如下：

1966 年，世界黄金存量为 76 000 吨。各国央行和国际货币基金组织者（IMF）的黄金存量为 38 257 吨，占黄金总量的 50.3%；民间所持的黄金量为 37 743 吨，占黄金总量的 49.7%。

2007 年世界黄金存量为 157 000 吨。各国央行和 IMF 的存量为 28 583 吨，占黄金总存量的 18.2%；民间所持的黄金量为 128 417 吨，占黄金总量的 81.8%。

我从以上数据总结出：

1966 年全球各国央行和 IMF 在黄金储备占黄金存世量的比重达到历史最高的 50.3% 之后，开始逐渐减持手中的储备金，几十年后储备金占黄金存量的比例更是有巨大幅度下降，说明了黄金作为货币的功能逐渐退化（政府不会回收黄金）。而同期民间的黄金存量占比开始不断上升，截至 2007 年，民间持有黄金占全球总存量比例的高达 82%，说明了黄金的价格完全由民间的交易决定。

民间持有黄金的用途主要是投资功能和装饰功能以及实际工业用途。黄金优越的金属性能应该说可以有非常广泛的实际用途，但由于它价格昂贵，工业用途实际上非常狭小、用量很少；由于黄金的货币功能逐渐退化，投资功能只能看交易双方的出价；装饰功能则取决于它的价格，价格高它就美，价格低了就不美。在 20 世纪 90 年代黄金熊市后期，越来越低的金价致使佩戴金饰品的女性越来越少；而 3 年前，金价 10 年时间上涨了 6 倍，连男性都开始佩戴粗大的金戒指、金项链；如今金价大跌后，男人们又把金饰品收进了抽屉。所以，我同意沃伦·巴菲特的观点：黄金没有多大实际用途。

从乐观方面考虑未来的黄金价格趋势：黄金年产量下降，总存量难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以有太大幅度地增加，按以往的趋势进行估计，在民间保持对黄金持续热爱的前提下，黄金在满足民间需求方面或许还不至于供给过剩，黄金价格在本世纪的实际收益率或许有小幅上扬。但是，在民间，黄金的零售价比期货行情价格高出 10% 左右，回收价要比期货行情价格低 15% 以上。在同一时间里，黄金的买入价比卖出价高出 30%。长期投资黄金可能获得的收益率会被过大的买卖价差损失所抵消。

从悲观方面考虑：黄金的产出量总是大于消耗量，存世量逐年增加。假如人们对黄金的钟爱有所降温，黄金难免供过于求。一块只是用于交易，而没有多少实际用处的东西应该值多少钱？有投资者认真思考过吗？

2013 年 4 月，美国期货市场黄金价格两天暴跌 14%、上海期货市场黄金价格指数从最高 398 元/克跌至 275 元/克的时候，“中国大妈”集体大规模抄底，买入 300 吨实物黄金（当时实物金零售价比期货金高出约 10%）。在中国大妈强大的购买力下，国际金价止跌回升，上海期货市场黄金指数上涨到 299 元/克。在这轮中国大妈与华尔街金融大鳄的多空对决中，中国大妈“完胜”。一时间，“中国大妈”的称呼红遍全球。

然而，两个月后，上海期货黄金价格指数跌破 275 元/克，下探至 239 元/克。直至一年后的今天，仍然徘徊在 250 元/克左右。中国大妈这种对待投资的行为是盲目的。这是我们应该牢记的一个投资教训。

我认为，**由于世上总有不可预测的灾难性风险，纸币如果大幅贬值，黄金可能会被当作最后的保险而大涨，家庭储备少量黄金作为紧急需要时的储备金，应该说是正确的观念。但在稳定的政治经济环境下，黄金不仅不能升值，而且流动性差，我们绝不应该把黄金当成投资品。**

沃伦·巴菲特对黄金投资不感兴趣，他认为：“在黄金数量固定的情况下，没有其他实际用途，其价值完全取决于其他人愿意为它支付多少钱；按照目前的金价，全部黄金可以换全部的美国耕地，再加 10 个埃克森美孚，再加上 1 万亿美元现金。你愿意选哪一个？哪个能产生更多的价值？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国外股票市场与债券市场

股票投资收益率最高。在扣除通货膨胀因素后，美国股票在1802～2001年200年间的实际年化收益率是6.9%，在第二次世界大战后的1946～2001年的实际年化收益率是7.1%。都远高于同期两个阶段债券实际年化收益率的3.5%和1.3%。这些数据也得到了学术界名人认可，在安德鲁·史密瑟斯与史蒂芬·赖特合著的《华尔街价值投资》一书中，将长期股票实际收益率6.9%命名为"西格尔常数"。

我对西格尔的数据进行了验证。道琼斯指数创建于1896年，起点为40点，到了2007年年初，道琼斯指数涨到12500点。通过计算，110年时间年复合增长率为5.4%，加美国股票年均股息收益率约4.4%（该股息收益数据是采用《华尔街价值投资》一书的图表进行推算的结果），总收益率约为9.8%，扣除通货膨胀率3%（采用彼得·林奇的数据），实际年收益率为6.8%，与西格尔教授的数据基本吻合，证实了西格尔教授关于美国股票的数据可以采信。

美国股票市场的高收益并不是特例。艾尔罗伊·蒂姆逊、麦克尔·斯坦顿、保罗·马什这三位英国经济学家研究了16个国家1900～2003年期间股票和债券扣除通货膨胀后的实际收益率发现，这些国家的股票收益率全部远远超过同一国家的债券收益率。第二次世界大战战败国和沦陷国德国、日本、意大利、法国、比利时的债券实际收益率甚至为负数。这16个国家股票实际收益率最高为7.5%，最低为1.9%，平均值约为5%，从高到低排序分别是：瑞典、澳大利亚、南非、美国、加拿大、英国、荷兰、丹麦、爱尔兰、瑞士、日本、西班牙、法国、德国、意大利、比利时。债券实际收益率最高为丹麦的3%，最低为德国的-2%，平均值约为1%。

这些国家都经历过股市暴跌的洗礼，但都不影响股票的长期较高的收益率。

美国股市：1929～1932年暴跌89%；1966年年初到1982年下半年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道琼斯指数名义跌幅只有 20%，但期间通货膨胀剧烈，经过通胀调整的道琼斯指数实际下跌 74%，加入年均 4% 的股息复利计算，股票 17 年时间下跌 31%。

英国股市：1973～1974 年，因为通货膨胀、政治动荡、工人罢工，股市暴跌 70%。

德国股市：第二次世界大战后下跌 90%。

日本股市：第二次世界大战后，许多工业财团倒闭，三年时间股票实际价值下跌 98%，股灾的严重程度创造了世界之最，侵略者自食其果。20 世纪 90 年代日本股票市场还经历了 10 年熊市，和美国的同期牛市形成反差。

债券投资者就更不幸了，通货膨胀严重侵蚀了债券的实际价值。最典型的是，1923 年，第一次世界大战战败后的德国发生恶性通货膨胀，一年时间 40 种基本商品批发价格指数暴涨 31.6 亿倍（该数据来源于唐·帕尔伯格的《通货膨胀的历史成因与分析》），全部债券的实际购买力归零，但是，代表土地和经营性实物资产的德国股票安然度过危机。第二次世界大战后的日本，严重的通货膨胀导致债券投资者实际资产损失 99%。随后，日本经济高速发展，到了 20 世纪 70 年代，股票实际价值从低点上涨 80 倍，已经全部修复了大崩盘的损失还有余，而同期债券投资者却不能享受经济空前繁荣的好处，实际价值从最低点算起仅上涨了一倍多。

为什么长期的股票收益率胜过债券收益率？我认为这是容易解释的：代表公司股权的股票可以收获经营性收益，债券只能收获利息。而通常情况下，公司股权的经营收益率要超过负债的利息率。当然，债券也不是一定不好，对于老年人群，他们无力承受股票资产的大幅波动，在稳定的政治经济环境下，国债仍然是好的选择之一。

为什么从长期而言股票能抵御通货膨胀？从历史经验看，突然加速的通货膨胀有损股票的短期投资收益，因为通胀使得银行利率、债券利率上升，股票当期收益率相对下降，投资者容易抛弃股票，因此股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格下跌。但从公司角度来看，通货膨胀使得公司土地使用权、厂房、设备等实物资产，以及已经投入的研发支出，乃至品牌、专利等无形资产的价格都会提升。总之，公司的重置成本也会与通货膨胀同步提升，而行业竞争格局、公司的资产收益率不会因通货膨胀而改变。当资产收益率恒定时，公司的产出价格、净利润就会因重置成本的提升而提升，于是，公司的收益率不会受通货膨胀影响。**因急速通货膨胀导致的投资者的短期收益损害是投资者自身的行为造成的，而股票的投资收益最终取决于公司本身。**

中国股票市场

杰里米 J. 西格尔教授还研究了中国、巴西等新兴市场的股票收益率。1987～2003 年，墨西哥、巴西、阿根廷、新加坡、委内瑞拉、斯里兰卡六个国家的股票实际年化收益率分别为 22%、18%、17%、6%、4%、2%，平均值约为 12%。而中国，1992～2003 年，股票实际年化收益率为 -10%。

西格尔在其著作《投资者的未来》一书中对投资于中国和巴西的投资结果如此评论："在这 11 年里，巴西年均 GDP 增长率只有 1.8%，还不到中国的 1/5。1992 年的巴西股票价格很低，而且后十年里一直维持在很低的水平，所以巴西股票的股利收益率一直很高。投资者应该购买发展最迅速的国家股票的传统观念，与购买发展最迅速的公司股票一样，犯了同样的错误。中国毫无争议是世界上发展最迅速的国家，但投资者却由于过高估计中国股票而得到糟糕的收益。"

作为中国人，中国内地股票市场当然是我最熟悉的股票市场，我很容易找出 A 股收益不佳的原因：中国股市的市盈率基数实在太高了。1992 年年底，中国股票市场市盈率高达 100 倍，这是一个罕见的高市盈率（美国股票的历史平均市盈率约为 15 倍）。我的研究表明，1992～2003 年，中国股票投资实际年收益率很低，但也远没有低到 -10% 的程度。也许西格尔教授关于中国投资市场的基础数据来源不准确，从而得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出了错误结论。

上证指数从 1992 年年底的 780 点涨到 1997 年 5 月 12 日的 1510 点（沪深市场股票平均市盈率为 50 倍），上涨 93.6%，加上期间红利累计税后收益 1.5%，扣减 1992 年年末至 1997 年年末年官方数据的物价涨幅 85.5%，上证市场投资者的实际总收益为 9.6%。

1997 年 5 月 12 日至 2003 年 12 月底，上证指数上下兜了一圈后又回到 1497 点（期间沪深股票平均市盈率约 40 倍），下跌 0.9%，红利税后累计收益为 3.9%。1997 年年末至 2003 年年末中国经历了 1980 年以来的最低通胀时期，据官方数据物价下跌 0.7%，上证市场投资者这几年的实际总收益为 3.7%。

1992 年年末至 2003 年年末的 11 年期间，上证指数上涨 91.8%，计入股息再扣除年化通货膨胀率 6% 后，上证股票市场实际总收益为 13.65%，年化实际收益率虽为正数，但也仅有 1.2%。

由于深证成指只包含 40 只股票，样本太小，而深证综指于 1996 年才开始启用，因此没有计算深证市场收益率。如果以深证成指代替深圳综指进行加权计算，沪深 A 股市场 1992 年年末至 2003 年年末实际收益率约为零，但也远远高于西格尔教授的 -10% 的数据。而同一时期海外市场的中国股票市盈率基数普遍大幅低于中国大陆市场，把海内外所有中国股票的收益率进行加权平均，实际收益率至少不会为负数。

在一个非常高的基数上投资中国国内股票，虽然没有收益，但仍然抵御了通货膨胀。如果计入交易费用，投资者的实际收益是负数，可是交易费用可大可小，它完全取决于投资者本身。如果投资者多一些理智选股，少一些无益的换股，还是很容易得到实际正收益。

股票高市盈率对投资的伤害我将在后文解说。依据几位金融教授的历史数据，我更坚定地选择长期收益率最高的股票作为首选投资品种。2013 年年末，沪深 A 股平均市盈率为 17 倍，沪深 300 指数成分股平均市盈率约为 11 倍，这是一个很低的市盈率基数。数十年后，统计中国股票的收益率或许又会是另一种结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国股票市场参与者以技术分析作为买卖依据的占据主流，目前大部分投机资金流向小盘股票，小盘股票的价格始终以高于其内含价值的价格被交易，而大流通盘的股票无人问津，市场估值极低。这就给价值投资者造就了极好的投资机会，具有投资价值的股票迟早会在市场上体现出它应有的价值。十年不开锅，开锅吃十年。不断下跌的市场，对于后续资金源源不断的年轻人来说更是福音，因为这些后续资金一样可以买到估值过低的股票，提升未来的投资成绩。

许多股民一听到价值投资，就充满了疑问：中国股市监管相对不规范，信息相对不透明，投机风气浓厚，绩优股被边缘化总是不断阴跌，这样的市场也能进行投资？我想说的是，**投资股票是购买公司的股权，远期的盈利水平完全取决于我们投资的公司净利润增长幅度以及收获的分红，和市场监管、信息、庄家炒作毫无关系。**

理性的投资目标

我们投资于股票市场的目的都是为了赚钱，至于能赚多少钱，大多数股民都信心满满，每年赚取 50% 以上利润的目标算很低了。炒股票真的能赚年 50% 以上吗？我计算了一下，如果我们拿出 10 万元，平均每年赚 50%，那么 10 年后这笔钱就能滚到 576.65 万元，盈利率为 5667%，20 年后有 3.3 亿元，30 年后是 192 亿元，40 年后滚到令人瞠目结舌的 1.1 万亿元，40 年时间本金增长过千万倍。如果谁发明了这么一种可靠的盈利模式，那么这个家族很快会把全世界的钱都赚光。

也许我这个比喻不够恰当。因为相对来说小钱比较容易获得高收益，而市场容量有限，资金量太大，获取高收益就很困难了。但是，个人投资者的资金量不会过大，中国股市的容量已经足够大，几万元和几千万元的操作并没有太大区别。股民们只要留心看一下，一个牛熊市周期下来，别说年 50% 的收益率，能够收获高于储蓄收益率的炒家能有多少？

也许股民们还会说，我不需要每年都赚 50%，只要趁着股市这趟行情翻个倍或小赚一笔就收手，然后把本金转出股市，利润留在市场继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操作，这样就永不亏损了。理想很丰满，但现实很骨感。你如何知道股票何时会有上涨行情？你如何知道现在的位置是上涨行情的起点还是终点，或者是下跌行情的半山腰？你的这笔投入在今明年是盈利还是亏损是难以预料的。我以为，人的思维变化永远跟不上市场变化，所谓的上涨行情还是下跌行情只有在事后才能看清。

我建议，在股票市场经过多年的操作仍然亏损的投机者，应该最先学会放弃投机思想，不要指望通过吸取经验教训、认真学习刻苦钻研就能翻本。因为，充斥着“炒作、庄家、消息、概念”的投机思路是一条根本性的错误道路。我见过不少聪明人，努力地学习着炒股技术，但结果是十年如一日，徒添几根白发。虽然我也知道，市场上确实有一些人通过投机赚了大钱，但是，那只是小于千分之一的概率，他们的心理活动和脑电波恰好和股市的波动合拍。这些人通过自身的努力加上与生俱来的能力造就了其在股市的成功。即便如此，利益竞争的残酷性（一方的盈利以另一方亏损为代价，还有中间人收取手续费和印花税，投机者的盈利与亏损相加为负数），也不能保证这批成功人群都能笑到最后。

我们需要选择的是一条**市场参与者能够共赢的投资之路——投资者的盈利不是来自于交易对手的亏损，而是来自于上市公司的价值提升。**这种投资方法注定不会有吸引眼球的短期成绩，但长期成绩仍然相当惊人。更重要的是，这种投资方法以价值为主线，永不过时。我们先来看看几位专注于股票市场的投资大师的业绩。

本杰明·格雷厄姆，1926～1956 年 30 年间年化收益率为 20.0%；沃伦·巴菲特，1970～1998 年 28 年间年化收益率为 26.2%；彼得·林奇，1977～1990 年 13 年间年化收益率为 29%；约翰·聂夫，1964～1995 年 31 年间年化收益率为 13.7%。

从单年收益来看，大师的收益并不吸引人，但长期的复利则不是一个小数字。几位股票大师中，收益最低的约翰·聂夫年化收益率仅 13.7%，31 年的总收益是 55 倍。投资业绩居次的本杰明·格雷厄姆年化收益率为 20%，30 年总收益是 236 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大师们何以取得如此骄人战绩？他们的共同点都是采用基本面分析（又称基本分析）方法，以价值投资为指导思想。并且，价值投资哲学是全世界相通的，不论环境如何变化，永不过时。

投资者不必对大师顶礼膜拜，对自己自弃自卑。彼得·林奇说过："个人投资者具备投资机构所不具备的优势，能够比专家做得更出色，能够取得超越专业投资机构的投资成绩。"我的十数年投资经历已经证实彼得·林奇的观点。投资者需要对自己有信心，或许我们不能超越大师的成绩，但通过自己的努力，超过多数专业投资机构是可能的。

价值投资的主要内容是寻找到内在价值被市场低估的股票，买进后持有，直到其价值被市场高估后卖出。说起来简单，做起来就没那么容易了。公司股票的内在价值如何判定？宏观行业环境、公司微观环境都处于变化中，如何判断和规避变化性风险？对不可预知的风险如何化解或减轻？如何运用投资的具体技巧？接下来的章节是本书的主要内容，我将就这些具体问题进行解说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章

投资分析

股市巨幅波动，股价上蹿下跳。股票的真实价格几何？我曾在刊物上撰文指出，买进一只股票，就是买进一项经营性资产，而股票价格取决于这项经营性资产的盈利能力。只有公司的生产经营获得利润，且利润高于安全的固定收益类投资（比如国债或银行定期储蓄）所得，股票才有投资价值。因为投资股票风险较高，预期收益理应更高。而要收获理想的投资收益，关键在于公司选择和股票估值。在这一章里，我将就这两个投资行为的核心问题进行解说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 公司财务分析

财务指标的含义

公司财务分析的核心指标有：净资产收益率、净资产负债率、总资产收益率，它们代表着股东的投资收益。附属指标有：毛利润率、经营现金流、应收账款、存货，它们代表着公司经营的健康状况。其他指标有：净利润率、资产周转率、流动比例、速动比例等。

（1）净资产收益率代表着股东实物资本的最终收益率。公司的净资产收益率越高，则盈利能力越强。投资股票要想获得超额收益，关键在于公司净利润的成长。如果公司不成长，用合理价格投资股票，也仅能获得与银行利息相似的收益。投资者首先要寻找具有成长性的公司，而成长性公司必然有较高的净资产收益率。

（2）净资产负债率是公司债务资产相对于股东权益资产的比值。它代表着公司经营的杠杆比例。负债率高，则公司杠杆性收益高，但同时杠杆性风险也高。这个指标有力地指出了公司经营能力的水分。

（3）总资产收益率是公司包含债务资产在内的所有资产的收益率。它已经考虑进了净资产收益率和负债率的相互关系。对于高负债、债务成本低、依靠负债盈利的行业，比如银行业、保险业，这个指标最能反映公司的实际经营水平。由于债务有利息支付成本，因此债务资本的盈利能力低于自有资本，对于负债率差距大但还都处于正常范围的普通公司来说，这个指标的考量难度很大，我们最好是结合净资产收益率和净资产负债率对其进行综合考量。

（4）毛利润率是销售收入减去原材料成本、劳动力成本后得出的利润。这个指标在不同行业里差距极大。固定投资大、周转率低的行业，比如高速公路、水电公司毛利率高；而零售业公司毛利率低，它们通过高周转速度来提高获利。因此，比较相同行业的毛利率才有意义。一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来讲，经营出色的公司毛利率也高。

（5）经营现金流。分析经营现金流的要点在于将其与净利润进行对比，当净利润增加的速度快于经营现金流增加速度时，投资者要有所警惕，并注意分析应收账款。但不同行业有各自的现金流动特点。对于账目上现金流不稳定的行业，特别是银行业，考察现金流与净利润变动维持在一个平稳比例的周期，不必要求以一年为周期，而只是要求数年为一周期。由于现金流不包含折旧和摊销费用，因此现金流最好是高于净利润。

（6）应收账款和存货应该和销售收入维持一定的比例，如果比例增加了，就要小心公司销售不畅可能已经开始。

对于上述财务指标正常的优秀公司，其他指标一般也是正常的。其他指标的作用主要用于对公司内部实际经营的考核，对于投资者来说参考意义不太大，这些指标都会最终反映在净资产收益率上面。

对于投资者来说，净资产收益率指标最重要，是公司分析的核心。一般来讲，行业的收益率过高和过低，都是不可持续的，它存在着短则数年、长则数十年的周期性波动。因为收益率太高会吸引众多公司加入，竞争加剧自然会使收益率下降；收益率过低又会迫使缺乏竞争力的公司退出，竞争减小后行业收益率自然就上升。由于经营管理水平不同，不同公司的收益率会高于或低于行业收益率。公司的资产收益率太高也许还会维持多年，但最终会因竞争加剧而导致收益率下降，投资者会因此遭遇风险。

投资者对公司的分析应该按照以上原则辩证看待、综合考虑。

据我的观察经验，20%～25%的净资产收益率为竞争性行业的天花板。各方面都优秀且财务杠杆率较大的公司很难有长期超过25%的净资产收益率，只有极少数公司凭借旁人无法进入的业务壁垒长期获取高收益率。

再融资对财务指标的影响

中国股票市场再融资非常活跃，主要是因为股票大多过于高估，溢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价增发新股可以迅速提高每股净资产。很多投资者斥之为“圈钱”。其实，再融资行为是两厢情愿的事，如果投资者不愿意购买新股，公司如何圈得到钱？

处于高速成长期的优秀公司的溢价再融资，可以提升股票的投资价值。假设某股票总股本是1亿股，股东权益是10亿元，每股净资产为10元，每股收益为1.5元，净资产收益率为15%。公司以3倍溢价即每股40元的价格增发5000万股新股，可以融资20亿元，则每股净资产增厚到20元，每股收益摊薄为1元。

在熊市中，投资者对再融资特别敏感，表面来看，融资后股票供应量增加了，每股收益被摊薄，似乎股票价值降低了。其实从长期来看，股票的价值和股票供应量毫无关系。融资后公司净资产从10亿元增加到30亿元，实物资产增加了2倍，每股净资产从10元上升到20元，增加了1倍。若公司将所融资金进行投资经营，并同样达到15%的净资产收益率，则公司净利润将达到4.5亿元，提升了2倍；由于总股本扩张了50%，每股收益达到3元，只比增发新股之前的1.5元提升了1倍。原股东得到了实惠。

以浦发银行为例，该公司2006年11月以13.64元的价格增发43 398.27万股新股用于补充资本金后，每股净资产从2006年第三季度的4.57元，增加到2006年年末的5.67元，增厚了21%（扣除第四季度收益0.15元的影响），公司可以用这笔钱加快发展速度（比如加快分支机构建设，加大贷款力度等）。简单来说，只要公司能将募股资金合理应用，并发挥到和原资产一样的经济效益，每股收益将增加两成（忽略利润再投资产生的效益）。2007年，浦发银行净利润同比增长64%（募股资金一般在半年内就能产生利润，这是商业银行的特色，而其他行业如工业通常需要一个数年的建设周期），这个增长包含有利润再投资及行业景气上升（存贷息差上升等）的影响，但高溢价融资的作用功不可没。

最典型的当属万科公司。万科自1991年上市以来，进行了3次配股、2次增发新股、2次发行可转债（都全部转股）共计7次高溢价再融资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万科股票1992年税后利润为6651万元，2013年税后利润为1 511 855万元。1992～2013年21年间净利润增长226倍，股价上涨56倍。虽然万科很优秀，并且得益于2000年后长时间的房地产行业热潮。但是依靠自有资本（含利润再投资及合理比例的银行贷款以及其他债务融资）投资不可能有如此大的业绩增长，高增长的功劳有一部分是因为高溢价股本融资对经营利润的大幅推动。

2012～2013年的熊市后期，银行股大多跌破净资产，溢价融资的市场条件消失了。各家银行进行的再融资行为不得不折价发行新股。从财务上看，折价再融资直接导致每股净资产负增长，拖累每股收益的增长，损害了原股东利益。虽然规模效益对银行很重要，但是我更看好以利润再投资方式增加规模。由于增发新股折价率都很小，这些融资行为偏于负面的程度较小。投资者不必单单因这种融资行为而作出买入或卖出的决定。

招商银行2013年8月27日为配股权益登记日，该日股票收盘价为10.66元，再融资方案为：每10股配1.74股，配股价为9.29元，低于2013年半年报每股净资产值的9.84元，配股完成后每股净资产将下降为9.76元，降幅为0.81%。由于采用对全体股东配股的方式，本次折价融资对投资者权益没有负面影响。

对于不愿参追加投资而配股的投资者，可以运用小技巧消除折价融资在财务上的负面影响。假如投资者持有10 000股招商银行股票，可以在配股权益登记日以10.65元（已扣除交易费）的价格卖出招商银行股票1320股，回款14 058元，账户剩余招商银行股票8680股，可以获配1510股招商银行配股，配股后持招商银行股票10 190股，剩余资金30元。本次招商银行配股完成后，该投资者增加了190股股票和30元现金，总净资产值增加了1884元，较原持有的10 000股招商银行股票的总净资产98 400元，增值了1.9%。

警惕再融资的严重负面影响

再融资也经常产生严重的负面影响。例如，由于溢价增发新股能立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即增加每股资产，一些公司总是想方设法拿出一些投资方案以求融资，而后，或因经营规模过快膨胀而管理能力未能同步跟上，或因市场容量不足导致产能过剩等原因，投资项目效益往往不佳甚至严重亏损，直接拖累每股收益。并且，公司钱多了也容易助长铺张浪费、盲目投资的恶习。

根据我的长期观察经验：在经济景气度较好的时期，长期经营稳定、资产收益率较高、整体实力较强的公司溢价融资后，每股价值提升的概率较大；行业进入门槛低、竞争激烈、业绩不稳定、喜欢搞消息、粉饰财务报表、配合股票炒作的公司，融资的负面作用较大；而对于任何公司，融资造成的产能剧增都很危险，有可能是经营业绩的潜在杀手。

晨鸣纸业 1997 年在 B 股市场上市，2000 ~ 2008 年有 3 次溢价股权融资：2000 年同步增发 A、H 股，2004 年发行可转债（已全部转股），2008 年增发 H 股。募资基本上全部投入公司的造纸主业，公司计划在 2010 ~ 2011 年新投产的项目占公司原有产能的 60%，预测新增利润约为 2009 年利润的 70%。不仅晨鸣纸业大手笔投资，其他造纸公司也一样。与晨鸣纸业同为国内造纸大厂的华泰股份、山鹰纸业、太阳纸业等公司都有 1 ~ 3 次不等的股权融资。行业产能急剧增加，供应量超过了需求量，纸品售价大跌。晨鸣纸业 2011 年净利润大跌 48%，2012 年净利润再跌 64%，净资产收益率仅剩 1.6%。

我认为，股票市场长期高估值使得万科有机会多次大规模溢价融资，并且期间恰好遇上了房地产业的长期高景气度，两者的作用造就了万科净利润的爆发式增长。这是少见的。稳健的公司都对融资持谨慎态度，部分收益再投资足以满足公司的扩张需要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节　投资估值分析

估值指标之市净率

市净率就是每股股价相对于每股净资产的比值。假如每股净资产是 5 元，股价是 7 元，那么市净率就是 1.4 倍。原则上讲，这个指标越低，对购买者越有利。净资产值是公司的所有实物资产的价值总和。许多缺乏经验的投资者很关注这一指标，因为净资产值代表着重新开办这么一家公司需要花费的金额，它似乎代表着股票的真实价值。然而，这种观点是错误的。**股票的价值在于其持有者能够获取多少现金收益，而不是拥有股票本身。**

假设 A、B 两家公司每股净资产值都是 10 元，股票价格为 12 元。A 股票每股收益是 2 元，B 股票每股收益是 0.2 元。它们都把收益的 30% 用于分红，则 A 股票持有者分红 0.6 元，红利收益率为 5%；B 股票持有者分红 0.06 元，红利收益率为 0.05%。A 股票持有者收回投资成本的时间是 20 年，B 股票持有者则需要 200 年才能收回投资成本。很显然，B 股票是没有投资价值的。

拥有股票和拥有邮票不同。邮票不能产生营业利润，但它至少还有观赏价值；而股票只是拥有公司股权的电子凭证，如果它不能产生利润，就如同废纸。从理论上来讲，现在和将来都不能产生利润的资产至少值卖废品的价格，但是没有哪家公司的管理者会主动解散公司，把资产变现后再分配给股东。即使经营无利可图，他们也总会想方设法把公司维持下去，直到资不抵债无力经营，最后逐渐变卖家底发放工资。整个过程投资者没有获得任何利益。因此，**对股票投资者来说，不能产生利润的净资产实际价值为零。**

公司的净资产指标有两个重大缺陷。第一个缺陷是，它只能反映资产的账面记录价值，不能反映其真实的市场价值；第二个缺陷更为关键，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它没有计入无形资产的价值。比如，品牌、管理、技术，对公司盈利能力有重大影响，但都没有计入净资产。格力电器2013年年末净资产值是346亿元，你要是花同样的钱或许可以开办一家相似的公司，但是你没有品牌、管理、技术、销售网络，甚至只是四者缺其一，你也不能获得和格力电器相近的108亿元年利润。所以说，以净资产值为基数计算的市净率指标也有同样的缺陷。

市净率指标也非一无是处，只要理解了其含义，它可以有以下应用价值：

（1）对于经营良好的公司来说，当公司有重大投资项目未产生收益时（未来收益是否确定需另行分析），市净率是一个重要的参考指标，可以和其他估值指标相结合进行估值分析。

（2）银行业净资产的主要成分是货币，离真实的净值最接近。在银行业，市净率指标的参考价值相对要大于其他行业。但我们要注意，现金也不等于能保证什么。现金要能产生收益并最终分配给股东，否则，时间拉长来看，这些现金不是在公司内部消耗掉就是被通货膨胀吞噬掉。

（3）市场的平均市净率仍然具有一定的参考价值。但应该注意，报表上总体的净资产值会有一定程度的高估。过高的市场平均市净率预示股票总价值被高估。中国A股市场最近两轮市净率峰值分别为：2001年6月，上证指数为2245点，市净率为5.7倍，随后到了2005年6月，上证指数最低为998点，市净率为1.7倍，指数跌幅达56%；2007年10月，上证指数为6124点，市净率为6.9倍，随后到了2008年10月，上证指数最低为1665点，市净率为2.0倍，指数暴跌73%。我们还要注意到：中国股市估值一向过高，单凭2倍左右的市净率指标不可以确认市场底部。美国股市历史平均市净率是低于1倍的。

（4）在经济衰退时期，股票大跌后，由于公司盈利下降速度很快，市场平均市盈率可能仍然很高，市场市盈率指标失去意义。这时候，可以用平均市净率指标评估市场总体价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值指标之红利率

公司同人类一样，都有其生命周期。**股票的全部价值在于：公司在生命期限内分配给股东的全部现金。除此之外，投资者别无所得。因此，现金分红是一个重要的股票估值指标。**

如今，低风险的银行5年期存款利率为4.75%，而股票的风险远高于储蓄，股票投资者应该得到风险收益溢价，即年收益率理应高于4.75%。例如，某只股票每股分红为0.5元，则股价定位低于10.53元（0.5除以0.0475）才算合理。用0.5元除以10.53元得到4.75%，这就是该股的红利率，即每股分红相对每股市价的比例。

红利率指标也有重要缺陷。一般情况下，公司只是把当年净利润的一部分分配给股东，其余的留存利润用于再投资。公司净利润的分配比例都是不一样的，低的仅10%，高的有60%。假如两家公司每股净利润和股价都一样，是不是利润分配比例为60%的股票的投资价值是分配比率仅10%的股票的6倍？不是这样的。正如第一段文字所说，股票的价值是公司生命周期内分配给股东的全部现金。我们不能只是拿一年的红利所得来评估股票价值。并且，多数股票都倾向于被预期未来收益会提升，因此，大多数时期，股票的红利率都低于银行存款利率。

从逻辑上讲，净利润分配比率低，则留存利润用于再投资的金额就高，而再投资能够使投资者在未来收获更高的红利收益；高红利虽然提高了投资者的当期利益，但会减弱公司的发展速度，未来红利的提升预期也较低。

微软公司在创业初期是不发放红利的，全部利润用于公司再发展。公司于1986年3月在纳斯达克市场上市，募资0.65亿美元，上市首日收盘价为29美元。1986～2003年公司股份经过9次拆分导致总股本扩张287倍。2003年，微软首次发放少量股息。2004年，微软公司账面现金接近600亿美元，一次发放320亿美元股息，按初上市时总股本0.3亿股计算，约每股1067美元。2009年4月，微软总股本达86.5亿股，每股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格为19.93美元，每股收益为1.74美元，每股分红为0.52美元，红利率为2.6%，这个红利按公司初上市时总股本计算约每股150美元。由于时间久远，又是外国公司，我未能找到微软公司增发新股导致红利摊薄的明细资料。从零星资料看，公司上市后到1989年，仅增发了1000万股新股；其后，时常增发一部分股份，但也时常回购注销一部分股份。从绝对金额上看，增发获得的股权现金流入略小于回购股票支付的现金，实际股权融资现金净额为负，因此判定：微软公司的回购行为抵消了增发行为对原股东股权比例的摊薄作用。经过23年的发展，投资者每年得到的红利已经远远超过当初的投资金额。这就是低红利的魅力。

那么，红利越低越好？也不是这样。微软公司的辉煌只是万里挑一，其成长的过程伴随着成千上万家高科技公司的关门歇业。绝大多数投资者（包括沃伦·巴菲特）只能在事后才能看清当初微软的投资价值。如果投资于另一家全部红利用于再投资的快速成长公司，股价随着快速提升的盈利而高速上涨，投资者账面会有丰厚的利润，但是，一旦公司经营陷入困境，对现金的需求也会急剧提升，管理层为了拯救公司，更不可能分红了，而公司最终还是寿终正寝。投资者在整个投资过程里只是贡献了数十年的公司管理人员、工人的就业岗位，而自己一无所得，并且损失掉全部的投资资金。

评估股票红利率、公司分红比例指标的核心在于：如何平衡当期利益与再发展之间的矛盾。这需要对不同类型的公司进行分类评估。处于创业初期的公司，分红比例还是低一些好，留存利润越多，公司的发展越快，投资者收益越高；处于发展中期的公司应该有适当的分红比例（30%～50%），如果分红比例过低，公司再投资过大过快，不仅市场容易饱和造成产能过剩，跨行业发展、收购兼并又风险巨大，公司的管理能力是否同步提升也不确定；成熟型、衰退型公司分红比例则越高越好。

我认为，适当的稳定分红比例对投资者好处极大，主要表现在以下几点：

（1）分红能检验公司业绩的真实性。如果公司业绩造假，是没有能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力每年有稳定比例分红的。公司不可能给你假币。

（2）分红提高了股东的现得利益，降低了公司的现金存量。它的好处是：可以减少在经营上的铺张浪费，增加控制成本的动力，抑制轻率投资或者收购的冲动，抑制管理者奖金的过度发放。**面对富余现金，能控制大把花钱欲望的人实属少数，如果不分红，这笔资金还是很有可能会在以上各个环节中被毁灭。**如果你预投资于某一家不分红的公司，需要确定管理层是否像沃伦·巴菲特和比尔·盖茨一样诚实坦率、对再投资审慎以确保收益。

（3）分红给予投资者一个无关市场景气度的退出机会。比如，当前股票市场低迷，银行股全部跌破净资产，简单平均市净率只有 0.9 倍，并且仍然有继续下降的可能。持有银行股的投资者如果要退出部分资金，只能按现价卖出股票，非常不合算。目前银行股平均净资产收益率为 20%，分红比例为 30%。假如未来业绩保持不变的话，投资者通过股票分红可以每年获得以当前股价为基数计算的 6.6% 的红利，这就缓解了投资者的资金需求。

（4）分红不会降低公司的当期经营能力，反而降低了公司再投资的不确定性风险，还能稳获部分当期收益。对于稳健型投资者而言，如果不是对公司的利润增长前景把握很高，投资股票的当期红利率指标最好不要低于储蓄收益的一半。虽然分红要除权，但它不会影响股票的价值。时间拉长来看，随着公司每年盈利、分红、再投资，股票的价值还是逐渐提升的。以国内股票为例。江铃汽车 2003 年每股收益为 0.52 元，分红为 0.15 元，2004 年 5 月底股价为 8.07 元，市盈率为 15.5 倍，红利率为 1.9%。10 年后，即 2013 年每股收益为 1.97 元，2014 年 5 月底股价为 28.38 元，市盈率相似于 10 年前，为 14.4 倍，每股分红为 0.79 元，红利率为 2.8%。但是，以 10 年前的投资成本 8.07 元计算，2014 年可收获的红利率为 9.8%。2003 ~ 2013 年 10 年间江铃汽车业绩屡屡增长，净利润分配比例稳定在 30% ~ 40%，10 年间可收获红利总额 5.34 元/股，已经依靠现金红利收回了当初投资成本的 66%。可见，分红后股价即时除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权，并不能减低分红的重要价值。

红利率指标不适合用于成长股的估值，但它非常适合对经营稳定的价值型股票进行防守性估值。本书第三章的第一节“中国神华”是这一估值指标应用的典型范例。

估值指标之市盈率

前面谈到了红利率指标的重要缺陷，它用于成长股估值是矛盾的，即红利率越低，投资者收益反而可能越高。对于成长股，市盈率是很好的估值指标。市盈率指标众所周知，许多投资者都认为市盈率无用。其实，市盈率无用论者只知其表，不知其里。静态市盈率可以被简单计算出来，它的估值作用有限；动态市盈率是可变的，难以确定的，但这却是股票定价分析的核心。

由于分红后的剩余留存利润再投资的不确定性，红利率指标只是保守地考虑当前现金收益，弱化了留存利润的价值；市盈率指标则假定剩余留存利润再投资的收益是确定的，它包含公司当期的已分配和未分配利润。为了照顾初学者，我先讲解一下市盈率及其基础应用方法。市盈率指标的原理和计算方法都与红利率指标相同。即：如果低风险的银行5年期存款利率为4.75%，则高风险的股票投资应该得到风险收益溢价，年收益率理应高于4.75%。这意味着，如果某只股票每股收益为0.5元，则股价定位低于10.53元才算合理。用10.53元除以0.5元得到21.06，这就是该股的市盈率，即每股市价相对每股收益的倍数。

市盈率参照存款利率时应参照一个超长期存款利率的大致平均值，而不是机械性地参照现今的存款利率，原因在于存款利率经常变动。比如日本存款利率低至0.1%，是否日本股票的合理市盈率就该是1000倍了？当然不是。所以说，市盈率参照存款利率也只是一种估值参照，不能硬性照搬。

静态市盈率反映股价对应于公司当期收益的倍数，当然越低越好，因为它反映的是股票的静态基本价值（假定每股收益永久不变）。不过上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市公司收益是不断变动的，因此估值也会在基本价值的基础上变动。人们对不同上市公司未来盈利变动的预期不同，所给予股票的市盈率定位差别会很大。

动态市盈率反映的是当前股价对应于公司未来年收益的倍数。如果市场预计公司未来收益将增长，股票的动态市盈率就低了，按现价买入股票有利可图，于是买方力量强于卖方，股价提前于业绩反应，市盈率上升；反之，股价将回落，市盈率就会下降。

2008 年年末，张裕 A 市盈率为 28.5 倍，比当时沪深 A 股平均市盈率的 14.73 倍高出了近一倍；如果按 2011 年的收益计算，当年股价动态市盈率仅为 13.2 倍，对于高成长股来说，这个市盈率一点儿也不高。显然，市场对张裕公司股票的静态估值更高，是认为其成长性更高。事实也确实如此。张裕公司净利润从 2008 年年末的 89 462 万元增长到 2011 年年末的 190 721 万元，每股收益增长 1.1 倍，年化增长率高达 28.5%。2008 年年末至 2011 年年末，张裕股价（含已分配收益）上涨 1.2 倍，市盈率为 29.9 倍。张裕 A 的公司表现和股价表现完全符合市场预期。

然而在 2012 年，张裕公司基本面出现转折，由于国内行业产能过剩、国外同类产品大举入侵、反腐败导致市场萎缩等因素综合作用，2012 年公司净利润下降 11%，2013 年净利润下降 38%。市场对张裕高成长的预期消失，2011 年年末至 2013 年年末，张裕 A 股价暴跌 61%，2013 年年末，张裕 A 收盘价为 27.00 元，市盈率为 17.6 倍，股票估值已经接近于市场平均水平。[㊀] 到了 2014 年 6 月 19 日，张裕 A 再跌 9%，静态市盈率为 15.5 倍，市场开始预期公司成长率低于市场平均值，于是其股票市盈率低于 A 股的平均水平。

2011 年 12 月 30 日～2013 年 6 月 19 日，每股收益和市盈率估值的双重下降，导致张裕 A 股价暴跌 64%，这是戴维斯双杀的典型例子。

㊀ 根据交易所统计数据，2013 年年末，沪市总市值为 15.11 万亿，平均市盈率为 10.99 倍；深市总市值为 8.79 万亿，平均市盈率为 27.76 倍。加权平均后，沪深股市平均市盈率为 17.16 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读者要注意，股市的有效性差，对于基本面的变化，许多股票的价格不一定会像张裕 A 一样有迅速快捷的反应，但它们的股价迟早会和公司的基本价值重合。

另外，中国股票市场长期以来投机气氛浓烈，很多长期低收益甚至在盈亏边缘徘徊的股票被庄家爆炒，市盈率、市净率长久地远远高于市场平均值。我们不能因为这种现象存在 20 年之久就认为它是合理的。这是一个击鼓传花的游戏，你要卖出股票必须要有人买才能成交，当公司的生命结束时，炒家们不会逃过市场规律，所有的股票都会烟消云散。

网上流传有《中国第一批操盘手的真实下场》一文。文中列出了 30 名庄家、操盘手的最后结局，分别为：8 人窘迫、7 人逃亡、5 人入狱、3 人转行、3 人赔光、2 人禁入市场、1 人失踪，只有 1 人胜利但也背上庄托恶名。市场规律使然，当散户被斩杀之后，他们也没有好下场。无须就这篇文章的真实度进行考证，无视基本价值炒作市场最终鲜有赢家就是事实。有两个已经证实的案例：曾经呼风唤雨的南方证券、大鹏证券就是因坐庄操纵股价失败而最后破产。

由于动态市盈率预测难度高、精确度差，所以静态市盈率仍然是重要的参考指标。一个原则是：不要购买静态市盈率太高的股票。购买市盈率太高的股票的后果在第四节“定性分析理论与估值理论结合”中继续解说。

把所有上市公司的静态市盈率进行平均就是市场的静态市盈率。平均方式有简单平均和加权平均两种，加权平均方式是严谨的平均方式。通常说的市场市盈率都是指静态的。市场市盈率太高意味着高危险。

中国 A 股市场最近两次的市盈率高峰分别为：2001 年 6 月，上证指数为 2245 点，沪深市场市盈率为 66 倍，随后到了 2005 年 6 月，上证指数最低为 998 点，大跌 56%；2007 年 10 月，上证指数为 6124 点，沪深市场市盈率为 71 倍，随后到了 2008 年 10 月，上证指数最低为 1665 点，暴跌 73%。

根据恒指服务公司和奕丰金融编纂的数据，香港恒生指数 1973 ~

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年市盈率最高为 43 倍，最低为 5 倍，平均值约为 15 倍。另据杰里米 J. 西格尔所著《股史风云话投资》一书中的数据，美国股市 1871 ~ 2001 年市盈率最高为 45 倍，最低为 5 倍，平均值为 14. 5 倍。

1993 ~ 2007 年，中国 A 股平均市盈率超过 30 倍，这也是过去中国经济高增长而股市收益却不佳的主要原因。2013 年年底，沪深 300 指数成分股平均市盈率跌到了 11 倍，这是一个股市长期收益率转折点吗？我们期待着事实的验证。

但是我们应该注意，在经济萧条时期，公司盈利率低，股价低，市盈率可能仍然高，这个特殊时期，市场市盈率指标失去意义。道理一样，市盈率也不能用于对强周期性公司的估值，这类公司盈利能力受行业景气度影响太大。行业景气度高，公司盈利率高，股价高，市盈率可能低；行业景气度低，公司盈利率低，股价低，市盈率可能高。彼得 · 林奇也说过：“在行业景气高峰时期，以低市盈率的价格买入周期型股票，是使资金快速折半的好办法。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 市盈率预期增长率指标的应用

应用

对股票价值的评估要考虑风险与收益对称性，这如何实现呢？在我的投资生涯初期，我就一直在思考这个问题并最终确定一项准则，即**当公司未来的净利润增长率和市盈率的数值相等时，投资的盈利预期就和其风险就相适应，该股票就值得投资。当然，市盈率越低越好**。在这个准则中，市盈率是指静态市盈率，可以准确计算出来；净利润增长率则是参考公司过去的增长率结合公司的发展规划进行估算的。

数年后，我购买并阅读了机械工业出版社出版的《彼得·林奇的成功投资》一书，发现彼得·林奇早年已经提出了这一准则。彼得·林奇在书中写道："任何一家公司，如果它的股票定价合理，其市盈率将等于公司的增长率。一般来说，如果市盈率只有增长率（加上股息）的一半，那么这家公司股票就非常不错了；如果市盈率是增长率的两倍，那么这家公司就差些了。我们一直用这个方法来为共同基金分析股票。"对于这一准则的原理，彼得·林奇没有在书中作出解释。

我已经就这一准则的原理在《大众理财顾问》2008 年第 9 期《高成长投资及再融资》一文中作出了解释。本书中对这一原理重新进行说明。

若股票投资盈利预期是 20%，则投资组合中股票的每股收益平均增长率应该达到 20%，这并不容易。高增长的股票价格定位也会更高，从而给我们带来风险。

举例来说，假定 C 股票每股收益为 1 元，未来年均增长 15%。如果投资者以 15 倍的市盈率，即 15 元每股的价格购买该股，5 年后每股收益增长到 2.01 元，增长了 1.01 倍，如果该股市盈率不变，该笔投资获利 1.01 倍，年化收益率是 15%。这个投资成绩已经很理想。

D 股票每股收益也是 1 元，年均增长 30%，投资者以 30 倍的市盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率，即30元/股的价格购买，5年后每股收益将增长2.7倍，若市盈率不变，该笔投资将获利2.7倍，年化收益率为30%，这个收益相当不错。但是，如果该股未来每股收益增长率只有预期的一半，为15%，则5年后每股收益只会增长到2.01元，市盈率定位降为15倍，则股价只有30.15元，该笔投资没有获利，而同期银行储蓄收益率也有23.75%。

如果C股票和D股票未来5年每股收益都下降至0.8元，市盈率定位都下降为13倍，则C股票亏损31%，D股票亏损65%。

可见，购买高成长高市盈率的股票预期回报更高，但风险也更大。所以说，为了规避风险，我们购买股票的市盈率最好要低于每股收益增长率去掉百分号后的数值。

首先，应用这一准则的前提是必须确定公司未来的每股收益增长率，而恰恰未来是最难以确定的。我只能根据公司的基本素质结合公司之前5年以上的增长率，来预测未来的增长率。

为什么要考察公司5年以上的稳定增长史？我在长期的投资过程中发现一个奇怪的现象：中国经济一直平稳发展，但上市公司的利润却经常上蹿下跳。股市暴涨后，很多公司的利润总能有惊人的上涨；而一旦步入熊市，其利润增长就开始大幅放缓；倘若市场下跌加速，利润更会大幅下滑。

出现这一怪现状的重要原因在于，上市公司在牛市中倾向于做高利润，到熊市中则原形毕露。很多上市公司在股票被大幅炒高后，在财务上做高公司利润，可以配合利益联盟出货，公司高级管理者会因此得到好处；当然，公司也可借此以高价增发新股。这对机构或庄家、公司和高级管理者是“三赢”的，受害的是高价买进的投资者。而一旦股市下跌，公司的财务报表就会逐步恢复原形。也有小部分公司会趁股市低迷时做低利润以压制股价，在利益联盟低位买进并炒高后，公司的利润又一飞冲天；而当股市下跌后，其业绩又趋于平稳。

投资者也不必对这种见不得人的事过于惊讶。在监管严密、处罚严厉的美国股市，大型上市公司安然公司、世界通信公司（在造假被曝光

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后已先后破产）都敢做假账。我认为，在股市狂热时期，投资者对利润突然高速增长或加速增长的公司要多留一份心眼。

许多上市公司热衷于粉饰财务报表，因此一两年的利润增长不能说明问题，一年优、二年平、三年差的公司为数不少。有的公司连续两三年利润大幅增长，股价被大幅炒高，而后随着股价下跌，公司利润开始大跳水。只有连续 5 年以上稳定经营、净利润总体保持增长的公司，才能大体上确定为成长型公司。

关于财务报表可信度，我还要再说明一下。利润增减幅度与股市涨跌情况没有关联性的公司比较可信。特别是在长期低迷的行情中，股价没有被炒作，而公司净利润仍然保持稳定增长，这种增长一般没有粉饰报表的动机，可信度最高。小公司由于制度性随意、高级管理员独裁、市场监督少，财务造假相对容易，财务报表的真实性总体上要差于大公司。

林奇也一样用的是这种预测方法，在他的书中这样写道：“你可以找出这家公司每年收益的数据，然后把每年的收益增长率计算出来。至于公司未来的增长率，你的猜测会和我一样好。”

改进

我经过实践观察，发现公司的未来增长率与历史增长率没有必然的联系，用统计历史增长率来预测未来增长率的方法是不可靠的。于是把这个方法进行了改进，结合了净资产收益率进行综合评估，将净资产收益率作为未来净利润增长率的风向指标。

如果不考虑再融资，假定公司利润全部用于再投资，并且再投资的收益率和公司的原净资产收益率一样，那么，公司净资产收益率的数值大致可以看成是净利润增长率。

举例来说，某公司每股收益是 1 元，每股净资产是 5 元，净资产收益率是 20%。假设 1 元的收益再投资会产生 0.2 元的利润，则该股票的每股净资产和每股收益分别增长为 6 元和 1.2 元，净资产收益率还是 20%，成长率是 20%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，公司的净利润有一部分分配给了股东，假设分配了0.3元，那么留存收益剩下0.7元，再投资使得公司净利润成长14%，加上股东得到的6%的现金分配收益，增长率还是20%。实际上，投资者可能溢价购买了公司股票，那么当期现金收益率就低于6%，但只要投资者的买价不要太高，两者相加还是会接近20%。

如果某公司净利润增长率的数值远高于净资产收益率，一般有四类原因。一是利润是收益经过多年积累后才进行再投资而产生的，平均而言年均净利润增长率就不会很高了。二是公司经营管理能力进步或行业景气度回升，使得公司从低收益向高收益转变，但净资产收益率达到一定水平后，就难以再大幅度上升了。三是其他非经常性收益剧增，但这种状况是不可持续的。四是再融资进行投资后产生了收益，这种增长也是非经常性的。

另外，公司净利润增长率的数值也可能低于净资产收益率，甚至是不增长或者负增长，如此，公司净资产收益率就会呈现逐年下降的趋势。

考虑到以上情况，投资者应该查看股票过去5年以上的净资产收益率和净利润增长率，并根据当前的基本面情况，大致判断公司未来的成长率。

缺陷

在长期的投资实践中，市盈率相对于增长率的投资准则曾经给我带来相当理想的投资成绩，但我也发现了它的两个重要缺陷。

首先最重要的是，这种预测方法在经济的宏观、微观景气度好的时期是有效的，而在景气度下降的时期，准确性不仅很差，甚至真实的增长率可能与预期截然相反，这种反差对投资者是致命性的。

其次，公司5年以上的财务数据不容易得到。现今，上市公司数量剧增，数据的整理成本剧增，加上国内投资者大多不重视公司财务数据，整理这种数据手册无利可图，因而，这种汇集每年上市公司年报数据的手册已从市面上消失了。而从其他渠道查寻则覆盖上市公司数量少且数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据可能不够完整。

只要投资者愿意多花时间，第二个缺陷是可以用自己每年手抄部分公司局部数据的方法克服，而第一个缺陷难以克服。所以，市盈率预期增长率估值理论必须与定性分析理论结合。定性分析理论解决了公司的远期市盈率预期增长率不确定的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节　定性分析

定性分析的含义

对公司的定性分析是股票分析的精华所在，是价值投资的灵魂。我之所以把它放在估值分析的后面，是因为：定性分析不是孤立的投资系统，而是在估值分析的基础上化繁为简升华而来。两者的分析目标是一致的，都是寻找价格低估的股票。只是定性分析看得更远，它解决了定价分析的远期不确定问题。没有理解股票估值分析的原理，就不能很好地理解定性分析的灵魂。

投资实业和投资股票有很大的区别，实业投资者的投入成本较低，主要是公司的有形资产，公司拥有者非常重视当期的经营状态是否理想，今明年利润是否可观。

而股票投资者投资于好公司的股票大多数都需要付出一定的有形资产溢价，投资成本远高于实业投资者。而得到的回报只有在弥补了资产溢价后，剩余收益才是真正的收益。**公司若干年的高收益对股票投资者来说是微不足道的，因为它不能弥补投资溢价。只有公司有长期的理想收益，甚至是收益能够长期增长，股票投资者付出的溢价才能够最大限度地摊薄，原始成本才能够获得理想的回报。**如果公司未来净利润出乎市场意料地持续下降，每股收益和股票估值的双重下降将导致投资者的双倍数损失，这也称作戴维斯双杀效应。

力帆股份在2010年发行新股上市后，年终每股收益为0.4元，每股净资产为4.96元，股票价格为14.06元。原始股东重庆力帆控股的最新投资成本是4.96元，投资收益率为8.1%；股票投资者的最新投资成本是14.06元，投资收益率仅为2.8%。力帆股份上市前夕经过与投资者互动后，公司实际控制人尹明善感叹道：“这几天的路演我接触了许多投资机构和投资者，让我感到这是一个崭新的世界，我把它叫作未来世界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们做实业关心的是下一个季度乃至下一个月的经营，他们更多是关心公司的成长性。”的确如此，股票投资者拥有流动性、机动性、转换性优势，但具有成本劣势。近年的收益对于股票投资者来说是微小的，能否获得高于银行利率的投资收益只能依靠公司未来净利润的增长。

为确定公司未来经营的稳定性和成长性所进行的分析就是定性分析。

其实，公司的长远利益不论对原始股东还是新股东，都是最高利益。公司的长期经营规划应该被放在战略高度。沃伦·巴菲特几十年时间大规模地投资华盛顿邮报公司，并任公司董事会财务委员会主席。华盛顿邮报的董事长、总裁、控股家族成员唐纳德·格雷厄姆深受沃伦·巴菲特影响，在经营思想上有了质的飞跃，《沃伦·巴菲特之路》一书援引了他的原话：“我们将继续为股东的利益管理公司，特别是长期股东，因为他们的眼光已经超越了季度甚至年度的成果。我们不能用年度收益或者控股公司的数量来评价我们的成功。”

定性分析主要分析公司在经营上具备什么优势，这些优势是否确保投资者能够长期获得理想的回报。**定性分析的最终目标是寻找到具有恒久竞争力的公司，核心内容是公司业务是否具有经济护城河的保护，即所具有的结构性特征能常年保持竞争优势，其竞争对手难以复制。**

最可靠的经济“护城河”

晨星公司股票分析师帕特·多尔西在其著作《巴菲特的护城河》中已经深入地解说了经济“护城河”投资思想。他认为：优质产品、高市场份额、经营效率、卓越管理是虚假的“护城河”，挑战者可以复制并超越这些竞争优势，最终会抢走公司的生意；而品牌和专利等无形资产、客户转换成本、网络经济、成本优势才是真正的“护城河”。

山西杏花村汾酒在1994年之前一直是中国销售额最大的酒，被尊称为“汾老大”。但是在向市场经济转型时期，汾酒公司因战略失误、管理失当等因素而失去原来的地位。公司1998～2002年的净资产收益率分别为：0.65%、0.60%、1.61%、1.80%、1.81%。生产经营历史名酒的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司竟然长时间处于盈亏边缘。2002 年，郭双威临危受命担任汾酒总舵手，对公司的经营管理进行了大刀阔斧的改革。2003 年是汾酒复苏起点，净利润连年翻倍，到 2006 年，净资产收益率恢复到 23%。直到 2013 年，汾酒的净资产收益率除 2008 年外，都保持在 20% 以上，重拾了名酒尊严。汾酒公司复兴的关键因素在于强大的品牌文化，唐朝诗人杜牧的“借问酒家何处有，牧童遥指杏花村”诗句在中国流传了一千多年。郭双威深知“核心竞争力体现在差异上，而汾酒和其他酒的最大差异是文化”，否则，他纵有翻天本事也只能做无米之炊。

《巴菲特的护城河》中谈到了三位拥有出色管理天赋、拥有拼搏敬业精神的超级首席执行官（CEO）：雅克·纳赛尔、保罗·普雷斯勒、加利·文特，他们同样临危受聘拯救福特汽车、盖普服饰、康塞可。但是和郭双威不同的是，他们都遭遇了失败。帕特·多尔西评论说：“对于一个存在结构性成本劣势的汽车厂商、一个品牌落伍的时装零售商、一个账面上有太多不良贷款的贷款机构，你能有什么办法呢?”沃伦·巴菲特也说：“如果把大都会的托马斯·穆菲、唐·伯克，可口可乐公司的小罗伯特·格依祖塔，富国银行的卡尔·理查德，这些聪明能干、有声望的管理者放到一家有问题的企业中去，企业状态也不会有多大起色。”

接触“护城河”理论后，我经过长时间的思索认为：帕特·多尔西总结出来的四大“护城河”也只是相对可靠，不是绝对可靠。品牌可以落伍，转换成本也不可以完全留住客户，网络经济也非高枕无忧，成本优势不是绝对不可复制。

但是只要理解了帕特·多尔西的思想精髓，我们就可以举一反三，寻找自己的“护城河”。我最终得出结论：**中国特色的历史文化“护城河”是最可靠的经济“护城河”，它完全把竞争者阻挡在门外，是独一无二的**。这一句话是我从业十数年来的顿悟，也是本书中价值最高的一句话。一家沦落已久的公司罕见有东山再起的机会，汾酒的复兴与其说是品牌、管理效应，不如说是历史文化效应。

“山西汾酒”代表了清香型的酒文化，只有“我”能生产；“五岳归

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来不看山，黄山归来不看岳”，“黄山旅游”别的地方没有（黄山旅游公司长期净资产收益率不理想，从投资者角度看，资源被浪费了）；“云南白药”、漳州“片仔癀”拥有国家级保密配方。这几只股票都是拥有历史文化“护城河”的典型。

接下来，我仅从中国股市的实战经验诠释“护城河”理论，以使读者更好地理解。

不同“护城河”的不同结局

苏宁电器和贵州茅台都是2005～2007年大牛市中的特大牛股，最重要的原因是它们的每股收益高速增长。

苏宁电器是中国家电零售连锁业的后起之秀，凭借优秀的管理、高效的物流、强大的议价能力、较低的费用，在全国范围高速扩张。一时间，小型以及个体家电零售店纷纷倒闭。某家电零售商被国美、苏宁挤垮后，实在不甘心失败，大举买入苏宁电器股票，短时间内账面就盈利丰厚，连他自己都感到惊讶。苏宁电器2004年净利润为18 120万元，2007年增长到146 543万元，增长7倍，每股收益增长6.5倍（2006年6月公司以7倍的净资产溢价增发2500万股新股，占原总股本的7%，每股收益也同时摊薄），股价上涨27倍，市盈率为70倍。㊀

贵州茅台同样遇上最好的白酒行业高景气度，出厂价屡屡上调，仍然供不应求。贵州茅台2004年净利润为82 055万元，2007年增长到283 083万元，每股收益增长2.5倍，股价上涨16倍，市盈率为77倍。

2011年，苏宁电器净利润达到历史高峰，为482 059万元，是2004年的26.6倍（含有多次高溢价股权融资的助推力）；贵州茅台净利润同样创出历史新高，为876 315万元，是2004年的10.7倍。

转折点出现在2012年。

㊀ 本书所有的股票价格涨跌幅数据是用“优理宝同花顺版”软件的股票复权K线图进行计算，与实际涨跌幅会有误差，但不影响性质的认定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2012 年，贵州茅台净利润大增 51.9%。2012 年秋，由于反腐败浪潮，在白酒行业产能过剩及需求萎缩双重打击下，贵州茅台挤占了竞争对手的市场份额，2013 年主营收入增长 17%，净利润继续增长 13.7%，达到 1 513 664 万元，净资产收益率为 39.4%，每股收益比 2004 年增长 17 倍。

随着网上家电零售商凭借更低廉的成本迅速崛起，苏宁电器在 2011 年利润增速下滑之后，紧接着 2012 年净利润大跌 44.5%，2013 年，净利润更是暴跌 86.1%，仅剩 37 177 万元，为 2004 年的 2 倍，净资产收益率仅为 1.3%。由于公司在 2006～2012 年进行了 4 次高净资产溢价增发新股的股权融资，总股本扩张了 22.3%，每股收益仅比 2004 年增长 68%。2014 年第一季度，苏宁已经发生亏损。

2014 年 5 月末，苏宁云商（已更名）股价 6.94 元，复权价尽管比 2007 年底下跌了 54%，但市盈率仍然高达 139 倍。股票的合理价格应该视未来的每股收益和分红状况而定。市场如此定价苏宁云商股票，显然还沉浸在苏宁以往辉煌的高成长的思绪中，认为公司现在的微利是暂时的，公司能够走出危机，盈利状况能回归正常。这个定价思维是否理性？请看以下分析：

苏宁电器在短短的两年时间净利润从高增长突变为濒临亏损。产业因素是营销模式变革：苏宁电器在行业景气度好的时期，铺了 3000 多家实体店，网上购物兴起后，实体店销量锐减。行业因素是零售业务缺少“护城河”的保护：零售业没有业务壁垒，哪家公司都可以进入，从而引发激烈竞争。根本因素是公司虚弱的“护城河”：苏宁电器拥有的管理、物流、议价力、低费用等竞争优势，京东商城也做到了；公司在 2013 年更名为苏宁云商，去电器化，转型为商品零售商，提出“电商 + 店商 + 零售服务商”的一体两翼发展模式，而它在做的，国美也在做。

京东、国美、苏宁、当当网等大型零售商，以及淘宝网、拍拍网上数目繁多的各类小型和个体零售商，竞争异常激烈，整个行业都在微利甚至亏损的状态下经营，这种竞争格局还要持续多久？最终谁会胜出？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都无从知晓。苏宁云商股票139倍的市盈率显然太高了，它最终只能回归到20倍左右的合理范围，回归时间无法预测。回归途径只有两条：一是公司的每股收益提升，二是股票价格下跌。投资于这类缺少“护城河”保护、不确定性太大的行业，我只会感到恐惧，我只能选择远离它们。

贵州茅台之所以能在行业危机中独善其身，最重要原因是其拥有难以逾越的“护城河”。消费者要买茅台品质的白酒，仅此一家，别无二店。详见本书第三章第三节“贵州茅台”。

“护城河”的重要性

我在年轻的时候从事电子行业，对工业企业理解较多，不害怕竞争。因此我的选股较多地集中在科技行业、工业企业，希望自己精挑细选的公司通过竞争能够成长为像西门子、诺基亚这样的行业巨人。然而，这些公司不是被颠覆，就是经营成绩起伏很大。

现在回过头来看，我轻视了竞争的残酷性、管理层能力的不确定性，这类型的公司成功率真的很低。比如，四川长虹曾经是国产电视机行业龙头、波导是国产手机龙头。如果当年投资于这两家公司而没有及早退出，带来的只能是巨大亏损。中兴通讯是国内四大通信公司的老二（最优秀的华为公司没有上市），如今也步入高负债、低收益的经营窘境。同方股份（原名清华同方）曾经是高科技的代表，2002～2013年净资产收益率就从未高过10%，甚至绝大多数年份里都低于5%。

这条思路曾经让我走了弯路，给我带来不够理想的投资成绩，也带来很大的机会损失。我曾经不够重视很多拥有文化遗产壁垒、具有先天竞争优势的公司，比如：中药公司中的东阿阿胶、白酒公司中的五粮液、自然风景区的峨眉山等。这类公司股价虽也有大起大落，但现在回过头来看，经营利润还是稳定增长，股价还是稳定升值。

沃伦·巴菲特认为，在充分竞争型行业，提高生产效率和降低公司成本并不能起到作用。他曾经睿智地说：“国内和国外的竞争者陆续进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相同的投入，成本的降低将导致整个产业的产品价格底线降低，好处流向消费者那里。每个公司的决策似乎是正确并且合算的，然而从总体上看，各家公司的决策互相抵消。这种情况类似于，在拥挤的人群中，每个人为了看清楚游行队伍而踮起脚尖，而结果却和每个人都没有踮起脚尖一样。”

1990 年 4 月，沃伦·巴菲特在斯坦福商学院演讲时说：“如果一家企业赚取一定的利润，其他条件相等，这家企业的资产越少，其价值就越高，这真是一种矛盾。你不会从账本中看到这一点。真正让人期待的企业，是那种无须提供任何资本便能运作的企业。因为已经证实，金钱不会让任何人在这个企业中获得优势，这样的企业就是伟大的企业。”

沃伦·巴菲特所说的“无须提供任何资本便能运作”是文学上的夸张，他的意思是强调公司低固定资产投入、高产品附加值的重要性。也许投资者要有一定的投资经历后才能理解沃伦·巴菲特的这个思想。可口可乐就是把糖、香料和水混合灌装后每瓶能卖好几元；贵州茅台一劳永逸地挖了一些酒窖池，再买了一些相对于其他工业设备非常便宜的包装设备。它们的资产收益率高企而不需要多少沉淀为固定净资产并最终折旧掉的开销，其他公司并不能做到这一点。

“赚取一定的利润，其他条件相等，企业的资产越少，其价值就越高”，这一点也可以从财务上进行解释。企业的利润及负债率相同，净资产越少，净资产收益率就越高，利润再投资的收益率也越高，或者获得相同的再投资收益所需消耗的原有利润越少。还可以反过来看，企业赚取相同的利润，对固定资产配置的资本需求额度越少，对负债的需求也越小，企业负债率也就越低。在不良经济环境下，企业的固定资产和负债越少，固定支出（资产折旧、利息支出）就越少，在公司销售量及销售价格同等幅度下降的情况下，固定支出越少的公司净资产收益率下降幅度也越小。而要做到这一点，同样需要公司拥有业务壁垒。

拥有业务“护城河”的公司排除了竞争，从财务上看，它们的共同特征是高净资产收益率、低负债率，即总资产收益率遥遥领先。但我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要注意，就像我的中学数学老师高老师的一句名言："我们可以说鸡有两条腿，但不能说有两条腿的都是鸡。"不是所有具备高收益低负债的财务特征的公司都拥有业务"护城河"。在周期性行业的高景气度时期，很多业内公司也具备同样的财务特征。我们需要甄别公司的高收益是业务"护城河"带来的，还是行业周期性高景气度带来的。周期性行业的一个明显特征是：在行业高景气度时期，大多数业内公司都有很高的收益率。但是一旦行业景气度下降，它们的业绩下降速度也都非常快。

定性分析理论与估值理论结合

我们应该注意，即使找到了拥有宽阔"护城河"的高增长、高收益率公司，也不是任何时候都可以买进。上文已经讲到，贵州茅台 2004 ~ 2007 年每股收益增长 2.5 倍，股价上涨 16 倍，股价涨幅远远超过每股净利润涨幅，市盈率高达 77 倍。假如你以 2007 年收盘价 230.00 元的价格、77 倍的市盈率买进贵州茅台股票，到了 2013 年，6 年时间贵州茅台每股收益大幅增长 4.35 倍，你这笔投资是否也获利丰厚？非也。2013 年年末，贵州茅台股价为 128.38 元，对历年的送股及现金分红进行复权，股价为 159.12 元，这笔投资经过 6 年时间亏损 31%。即使到了 2014 年 5 月，贵州茅台市盈率上涨到 10.5 倍，这笔投资的亏损仍然有 19%。或许你对这个亏损额还可以承受，主要原因在于期间贵州茅台每股收益的罕见高增长。

如果以过高的市盈率买进的公司净利润增长没那么快，亏损就很难承受了。中国神华于 2007 年 10 月上市，当月最高涨到 94.88 元。公司 2007 年净利润为 197.66 亿元，净资产收益率为 15.4%（发行新股后摊薄），每股收益为 1.066 元。如果投资者以 2007 年收盘价 65.61 元的价格买进，市盈率高达 61.5 倍。中国神华 2013 年净利润为 456.78 亿元，净资产收益率为 16.8%，盈利能力和 2007 年相似；每股收益为 2.297 元，较 2007 年增长了 1.15 倍，未计入每年现金分红，净利润年化增长率为 12.5%，这个增长率起码可以在沪深 300 指数成分股中排进前 30%。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，投资成本过高的后果是，2014 年 5 月末中国神华股价为 14.32 元，市盈率为 6.2 倍，按历年公司的利润分配方案对股价进行复权后，股价为 18.10 元，这笔投资在 6 年半时间里亏损高达 72%。

投资于高速增长的优秀公司反而亏了钱，这个亏损缘自中短期股票价格的不确定性。它是非致命性的。虽然时间拉长后投资者可以凭借公司的持续增长和股票市场的周期性估值上升以补偿中短期亏损，但是定性分析理论缺乏估值能力的缺陷仍然会严重拉低投资收益。市盈率预期增长率估值理论可以弥补这一缺陷。估值理论的缺陷是不能确定未来公司的经营状态，这种缺陷是致命性的，上文讲到的苏宁电器就是典型例子。定性分析可以弥补这一缺陷。所以，待投资的股票必须通过两套理论的检验。这两套理论的结合取长补短解决了不确定性的问题，达到 “1 + 1 > 2” 的分析效果。

帕特·多尔西在接受《大众理财顾问》杂志专访时也谈到了定性分析与股票估值相结合的投资原则：

“致力于了解上市公司的类型，它是一家具有较强定价能力，能够抵挡经济周期兴衰的公司（我们希望长期持有的标的），还是一家具有较低估值的普通公司（这种股票可能在较短时期内赚钱，但绝不是价值投资者的理想标的）。不清楚这些，就可能持有一家质地较差的公司（即没有‘护城河’），基本面恶化足以让投资回报打水漂。相反，如果没有意识到持有的是一定具有持久竞争力的好公司，就可能太早卖出，错失未来的机会。

“时时把握一个关键准则：目前的股票价格对比其内在价值是高是低？如果定价合理，意味着获取超额收益的机会极微。如果一家好公司的股票被当作差公司股票定价，机会就来了。市场大起大落对于具有较强投资纪律的人来说反而是很好的机会，通常意味着有更多股票被错估。个人精力与能力有限，投资周期又较机构投资者更长，相对来说更适合做长线，通过价值投资寻找具有经济‘护城河’的卓越公司，在被低估时买进并长期持有。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章

投资策略

第一章已经讲述了股票投资的原理，投资者弄明白之后，选股就不再是难事。但是，投资股票还有重要的一环，那就是：市场是错综复杂的，总会有投资者难以预料的局面出现，我们必须尽最大可能地避开不可预知的风险，以求收获稳定的收益。这就需要运用到一些合理的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 集中持股的风险

东方电子事件

东方电子股份有限公司坐落于美丽的海滨城市烟台，公司原为仅有几百万元资产的烟台无线电六厂。在隋元柏的带领下，全体职工奋斗二十多年，公司发展为在国内竞争能力靠前的电费计量、电力自动化系统设备制造公司。公司股票上市后，董事长隋元柏犯了一个严重的错误，给投资者和公司都造成了巨大的损失。

东方电子于1997年1月上市。挂牌交易的前一天，董事长隋元柏指使财务人员将公司自有资金5000多万元打进了公司掌控的44个账户中。于公司股票上市后的第2个交易日，买入了200多万股，该批股票于当年11月底抛出，获利5000多万元，全部计入了当年主营业务收入。

首次造假成功，管理层开始筹划利用证券市场完成公司的原始积累：利用公司持有的大量成本低廉的内部职工股（上市前公司自己购买的），将内部职工股卖出，再将卖出后的收入划归主营业务利润，利润上升会刺激股价的上涨，而股价上涨又可以提高公司股票的抛售价格，为公司业利润的增长提供了基础，形成“良性循环”。

于是，管理层制定了一个净利润年增长速度在50%以上的发展目标，在每年年中和年底，计划目标与实际完成情况的差额由抛售股票收入来弥补。为此，公司形成了由证券部、财务部和经营销售部门分工合作组成的造假小组。

公司证券部从1998年开始抛售持有的内部职工股，一直到2001年8月，每年抛售的时间大约都集中在中期报告和年度报告披露前，每次抛售的数量由公司业绩的需要而定。并将所得收入转入公司在银行的账户。

公司经营销售部门负责伪造合同与发票。采取修改客户合同、私刻客户印章、向客户索要空白合同、粘贴复印伪造合同四种手段，从1997

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年开始，伪造销售合同金额17.3亿元，虚开销售发票金额17.1亿元。为了应付审计，经营销售部门还伪造了客户函证。销售部门人员还与个别客户串通，通过向客户汇款，再由客户汇回的方式，虚增销售收入。

公司财务部负责拆分资金和做假账。为掩盖资金的真实来源，通过在银行设立的东方电子户头、账号，中转、拆分由证券公司所得的收入，并根据伪造的客户合同、发票，伪造了1509份银行进账单，以及相应的对账单，金额共计17.0亿元。

另外，公司成立北京东方网络管理公司，自1997年东方电子股票上市至2001年8月间，根据自己所掌握的财务报表以及内幕消息，进行大量内幕交易。他们利用在证券公司开立的44个个人账户，证券公司提供的25个个人账户，累计投入公司自有资金及卖出原始股所套现资金共计6.8亿元，买卖本公司股票，其收益也用同样的手法做进公司报表。

在此基础上，公司财务部门根据调整后的主营业务收入等数据制作各年度资产负债表、损益表、利润分配表、现金流量表等虚假财务报表，编制虚拟的公司中报、年报。

后经查证核实，并经司法、会计审计，东方电子自1997年至2001年上半年，共计虚增主营业务收入17.05亿元，占历年销售收入总额的47%。简单说，东方电子一半的主营收入是虚假的。

伴随着虚假业绩，东方电子在股票市场上创造了神话。1997年1月东方电子股票上市交易，当日开盘价为17.98元，收盘价为17.58元。2000年2月，东方电子复权股价已经涨到了372元，短短3年时间上涨约20倍，在市场上树立了绩优高成长的辉煌形象，一度被称为“中国第一成长股”。

2001年7月，中国证监会对东方电子进行调查，东方电子虚增巨额主营业务收入的违法事实浮出水面。2002年5月，董事长兼总经理隋元柏被烟台市公安局刑事拘留，后经烟台市检察院批准逮捕，董事兼副总经理高峰、财务总监兼总会计师方跃也相继在上海和深圳落网。2002年10月，烟台市检察院审查后认为，东方电子编制虚假财务报告并提供给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社会公众，严重损害了投资者利益。隋元柏、高峰、方跃分别被判处 1 ~ 2 年的有期徒刑。

东方电子 2001 年年报显示：公司每股收益仅有 0.068 元。追溯调整会计报表后，公司 1999 ~ 2000 年的净利润做了调减，1999 年每股收益仅为 -0.04 元（原为 0.53 元，净资产收益率为 27%），2000 年为 0.13 元（原为 0.52 元，净资产收益率为 34%）。从 2001 年 7 月初至 12 月末，短短半年时间，公司股价暴跌 80%。从 2000 年股价最高点到 2005 年股价最低点，东方电子股价暴跌 95%。

这场由管理层编制的造假大案不仅令投资者损失惨重，也给东方电子带来了灾难性后果。公司在社会公众和客户心目中的诚信形象受到严重影响，市场销售额下降，一直被东方电子视为骄傲的人才也大量流失。2002 年度，公司的亏损额占 2001 年度净资产值的一半。

安然公司与花旗银行

无独有偶，与此同一时期，大洋彼岸的另一端，美国安然公司的财务造假也败露。

安然公司从一家微小的家用天然气管道经营商发展成为全球最大的能源交易商。该公司在 2000 年度《财富》美国 500 强中排名第七位；连续六年被《财富》杂志评为美国“最佳创新公司”之一，并被称为美国“最令人羡慕”的五家公司之一；被同行评为管理质量最高的企业，是新经济条件下公司的标准。

公司的股价表现强劲，1996 ~ 1999 年安然股票的年收益率分别为：15.3%、-1.5%、39.6% 和 52.7%。2000 年，美国股票市场大幅下挫，安然股票的年收益率仍然高达 88.4%，分析师对该股推荐为：坚决买入级。

2000 年，安然公司的股价最高达到每股 90 美元，市值近 700 亿美元，是美国市值最大的 50 家公司之一。但安然公司财务主管涉嫌做假账，他在资产负债表中隐藏债务使得成本减少，有许多利润被虚增，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至是凭空捏造，公司通过系列令人眼花缭乱的关联交易，将不盈利的部分留在了表外。受美国证券交易委员会调查后，公司追溯调整了过去五年的收入，盈利大幅下调，并冲销了6亿美元的资产。标准普尔公司将其债券评级调降为垃圾级。2001年下半年，安然公司的股价急剧下跌，从每股83美元跌至11月底的每股0.26美元。2001年12月2日，安然公司向纽约破产法院申请破产保护，这是美国历史上最大宗的公司破产案。更由此引出另一电信巨头世界通信公司的财务造假丑闻，随后世界通信公司也宣告破产，取代安然成为历史上最大的倒闭案。

如果说东方电子、安然公司、世界通信公司的大规模财务造假只是小概率事件，那么我们再看看花旗银行。它没有不道德的财务造假，但也给投资者造成了灾难性的损失。

花旗银行是全球性大银行，总市值曾经位居银行业之首。该行在金融界创造了数不清的世界之最，其发展战略、经营理念、管理制度、企业文化一直是业内典范。我相信，绝大多数投资者都不会把花旗银行与濒临倒闭联想在一起。然而，现实是无情的。

花旗银行的数据最能说明一切。2007年三季度，公司净利润同比下降60%；2007年第四季度亏损98亿美元；2008年亏损375亿美元；2008年9月~2009年3月，花旗银行股价急剧下跌，从20美元/股跌至0.97美元/股，半年时间急跌95%。而在2006年的高峰时，花旗股价曾经达到每股55.7美元，总市值达2772亿美元。

什么原因造成不可一世的花旗“航母”濒临破产？是源于2007年爆发的次级抵押贷款危机。所谓次级抵押贷款，是指贷款机构提供给收入较低、信用等级低、无法达到普通信贷标准的客户的一种贷款。这种贷款通常不需要首付，只是利息较高，贷款机构的收益也就更高。次级抵押贷款利率通常比优惠级（信用级别较高）抵押贷款高2%~3%。同其他华尔街金融巨头一样，花旗银行近年来在金融创新方面过于激进，次级抵押贷款出现了巨大损失；问题又迅速蔓延到公司债、贷款、信贷违约掉期的定价，导致交易方面也频频损失；同时，在金融危机下，花旗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行核心的消费业务也表现不佳，信贷成本激增。

值得一提的是，1990 年花旗银行陷入困境（对于花旗银行在 1990 年前后的困境，《约翰·聂夫的成功投资》一书的开篇中有较详细的解说），股价大跌，沙特王子阿苏德投资 8 亿美元逆行入市购买花旗银行股票，持有花旗银行股份 4.4%，为最大的个人股东。之后，花旗银行走出困境，股价大涨，阿苏德王子因这次成功的投资而被誉为“中东巴菲特”。王子的花旗银行股权于 2006 年最高增值到了 122 亿美元。次贷危机后，花旗银行股价崩溃，这杯美酒转瞬被稀释成白开水（我写这些文字的目的是起警示作用，绝无嘲笑的意思），2009 年 3 月，王子的投资缩水到了 2 亿美元。美国政府终于出手挽救，花旗银行发行了 240 亿股新股，帮助公司度过了最困难的时期，股价止跌回升。之后花旗银行施行“股票反向分割”，股票每 10 股缩成 1 股，总股本缩减为 29 亿股。到了 2011 年 5 月，股价回升到了每股 40 美元，王子的这项投资也价值不到 9 亿美元，但 2011 年 9 亿美元的实际购买力要远远低于 1990 年的 8 亿美元。由于购买的股价足够低，投资时间足够长，加上历年现金分红，阿苏德王子这项耗时 21 年的投资经过粗略估算，其实际价值不仅可以保本，甚至还略有盈余。可是后来的投资者不可能买到那么低的价格，面对巨大的亏损，他们也只能仰天长叹。

花旗银行还是幸运的，到“鬼门关”走了一遭又能回来。同为金融业巨头的美林证券因亏损严重而不得不被美国银行收购，有近 160 年历史的雷曼兄弟投资银行更是直接破产。而沃伦·巴菲特投资 20 余年的“乌龟银行”——富国银行经营保守、风控严格，次贷危机后反超所有的“兔子银行”，跃升为美国最大市值银行，2013 年为全球最大市值银行。

总结

据了解，许多个人投资者，或因投资能力所限，或图省事，或为了追求最高收益，喜欢只买一只股票。他们认为把鸡蛋都放在一个篮子里，用全部精力看好这个篮子是最好的选择。我认为，投资组合的过度分散

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是有害的，但过度集中危害更大。以上几个例子已经证明：市场存在着一些难以预测的危险。

虽然这几个例子都是小概率事件，但是我们的投资周期是伴随终生的，由于投资生涯足够长，众多的小概率事件让你遭遇一次的概率就很大了。就如有一把能装一百发子弹的左轮手枪，只装进了一发子弹，扣动几十次扳机后，子弹没有发射，人们可能就会忘记子弹的存在，这是非常危险的。

如果只集中持有一只股票而遭遇一次意外，不管你在之前赚了多少倍，都有可能连本带利一次性归零。在中国股票市场，受市场追捧的绩优高成长股票最终因种种不同的原因而沦落为垃圾股，甚至遭遇退市的不胜枚举，我就不一一列举了。

触目惊心的事实说明，集中持有一只股票可能遭遇毁灭性风险。东方电子事件后，全国有6000多位个人投资者提出索赔，我不知道其中是否有压上全部家产拼死一搏的投资者。许多安然公司的退休和在职员工把一生的积蓄投资于以前工作过的公司。想想看，一生的积蓄一夜蒸发的感受会有多么痛苦！对某些人群来说甚至是灭顶之灾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 组合投资

股票投资风险管理

在人的一生中，不论是生活上还是投资上，我们都会碰到好运气和坏运气，而最终好运气和坏运气会互相抵消。我认为，世上本不应该有好运、倒霉之类的词汇，至少在我的思维里不会有。只要我们以积极乐观的心态去趋利避害，好运气给我们带来的利益会超过坏运气带来的损失。为了规避我们在股票投资上的风险，首先要求在选股问题上精益求精，其次要求用组合投资的方式作进一步保护。

投资者倾尽全力集中投资于自己最有把握、最有潜力的投资标的，容易取得最理想的投资收益，但人的主观性和投资标的的不确定性会给投资者带来很高的甚至是致命的风险；理论上讲，投资的分散程度越大，非系统性风险也越小，但过度分散也容易投资于自己不甚了解的投资标的，不仅收益没有保障，同样也会增大不确定风险。**组合投资是股票投资风险管理的重要组成部分，其核心内容是在风险和收益之间取得均衡，并力争超越这种均衡，实现在尽量降低风险的同时，也尽量争取最理想的收益。**

美国经济学家哈利·马克维茨 1952 年首次提出投资组合理论，并进行了系统、深入的研究。他的理论包含两个重要内容：均值-方差分析方法和投资组合有效边界模型。均值是指市场所有投资品种的加权平均收益率，在股票市场，指数涨跌幅加上股票现金分红率就是均值；方差是指投资组合的收益率相对于均值的正或负的差值，单只股票的方差是巨大的，而一个投资组合的方差就要小得多。有效边界模型是用数学方法刻绘出来的，说实在话，我也不喜欢采取如此抽象、公式化的组合手段。我把它简单理解为，在固定预期风险水平下对预期收益进行最大化组合，或者在固定预期收益水平下对预期风险进行最小化组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资组合的分布状态和集中度高低，并没有一个特别理想的标准。每个投资者可以根据自己的风险偏好、经济状况、知识范围、心理承受力、选股能力设定自己的投资组合，这个投资组合还可以因环境的变化而进行调整。沃伦·巴菲特的投资组合集中度最高，前5只股票一般占据股票持有总额80%的比例；彼得·林奇的集中度最低，账户中竟然包含1400只股票，前100只股票也仅占据50%的比例。这两位大师的持股集中度差异最大，分别处于两个极端，但他们的长期投资收益率却非常接近。

我认为，对于以股票投资收益作为唯一收入来源的专业投资者来说，进取型投资者应该假设：第一重仓股意外破产，投资者仍然能够凭借其他投资维持生活，这样就能够控制单一股票的最高投资比例。保守型投资者应该假设：前二大重仓股或者前三大重仓股意外破产，凭借其他投资能够维持基本生活，这样也能明显降低个股持仓比例。我们可以以这种思路设定个股投资比例的上限。换句话说，当各项投资比例调配完成后，富有责任心的投资者每天都不看股票行情，仍然能轻松睡大觉，那么，这个投资组合就很适宜。

我个人的实践经验如下：

根据我的选股能力、风险承受力、财务水平等实际状况，大致设定一个投资组合的分布标准。一个投资组合，最少应包括3只股票，如果持股太少，达不到分散风险的目的；最多不超过15只股票，如果选股太多，就超出个人投资能力范围，很容易选进自己不能掌控的股票，反而增加了风险。近年来，我的投资组合一般含有4~8只股票。持仓的股票最少分布在3个行业，最多分布于5个行业或8个细分行业。单只股票最高持仓比例为50%，最低比例不限；对于兼具高度安全性、成长性和低估值的优秀股票可以放宽到61.8%（黄金分割线）。个股持仓比例在4%以上就应视为重仓（国外很多开放式基金单只股票重仓比例的最高限制仅为5%），对其未来必须高度确定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再投资风险管理

在我们的投资过程中，即使收获了优异的投资成绩，这笔投资收益最终仍然是再投资在市场上。再投资的复利效应导致财富的几何级数增长，越往以后，财富的增长幅度一样，绝对增长量绝不一样，但是我们的投资时间足够长，意外总有机会发生。倘若某次重仓投资的公司意外破产，即使你之前在这部分仓位赚了成百上千倍的利润，也会连本带利一次性归零。我们必须高度重视这种致命性风险。

应对策略如下：

（1）年轻时候拥有的资金量小、投资能力差，但精力旺盛、求知欲强。这一阶段，你的风险承受能力非常强，不必害怕自己不熟悉的领域，投资组合可以在不增加交易费用的基础上尽量分散。这样，你会接触到更多的行业，学习到多种知识，投资能力与技巧快速地全面提升。

（2）当你年富力强时，思想渐趋成熟，财力已渐渐可观，并且积累了丰富的投资经验，风险防控能力强。这一阶段，你的投资尽可能集中在少数几只股票上，以谋求最高收益，使得资产最大可能地升值。

（3）进入老年，精力不济，风险承受能力减弱，但经过数十年的学习与实践，知识面广、投资经验相当丰厚。这一阶段，你的投资组合要回归分散化，运用战略思维，将资产配置到相对较广的行业和公司（可以包含国债、货币基金、银行储蓄等其他的高安全性、低波动性资产），设计出一个收益稳定、抗风险能力强大的投资组合，并长期持有。然后安心退休，享受无忧无虑的人生后半段。

德国证券投机家安德烈·科斯托拉尼晚年时期在《大投机家》一书中坦言："我已经太老了，还要作报告、接受采访、给杂志写专栏、写书，没有时间关心自己的业务了。如今我持有 500 多只股票，一直没有卖，只是在买进。"

我想，绝大多数普通投资者都没有科斯托拉尼丰富的、大范围的分析能力，也没有像他那样拥有那么多的钱，在我们精力不济或者缺乏足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够时间分析证券时，购买上百只股票是不现实的，但可以在自己分析能力范围内尽可能地分散投资，以减少非系统性风险。持股数量越多，行业分布越广，收益率越会接近指数，超越指数的幅度应该越小。市场的有效性是很低的，战胜指数并不困难，长远来看，只要精心设计的投资组合收益率比指数收益率（也就是均值）要高一些，就是一个很不错的成绩了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节 关于卖出

最好是不要卖出

知道何时应该卖出，这是投资者都很关心的问题，它使得投资者离开了股票未来的不确定，投资收益最终落袋。投资者需要自己确定，卖出股票后，必须能够承受股市继续大幅上涨的诱惑。如果不能忍受这种诱惑，很容易以比卖出的价格更高的股价定位重新买进，行情一旦反转，就会损失惨重。

据我所知，股票投资者极少能忍受股票大幅拉升的诱惑。要克服这个缺点，除了要具备坚强的意志，和熟知股票内在价值以外，还要把自己当成绝对收益投资者，不要为在某一时期是否胜过其他投资者而担忧。

如果投资者确定要转为持有现金（含货币基金、短期债券、银行储蓄这些现金等价物），需要确定股票价格被高估太多，确定至少十年内其他投资比股票更好，并且有一旦失败就退出投资股票市场的决心（如有个人的个性化需要，那是个人的事，与投资无关了）。在这样不常见的、苛刻的条件下，你就可以卖出股票。

为了规避人性弱点，减少失误，投资者可以运用另一种方法，那就把自己当成相对收益投资者，永远持有股票，通过积极、理性的心态选股、换股，从而战胜指数。这样，从长期来看，股票指数经过一轮又一轮的牛熊市轮回后，加上分红收益后总会屡创新高。投资者只要不输给指数，就会收获很不错的投资收益。

绝对收益投资者需要比相对收益投资者有更高的投资技巧和更丰富的投资经验，否则很难成功。对于学习时间不多、研究能力有限、投资技巧不高、经验不够丰富的投资者，我认为，宜采用相对收益投资法，不论市场行情如何，永久持有股票。相对收益投资法大大地减少投资策略上的失误，可以永久持有心仪的公司股票，充分享受公司发展带来的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期收益。永久持有股票的缺点是会导致账面资产大幅波动，但是对于长期投资者来说，这个缺点并不会造成实际损失。

追求绝对收益的投资者有较多的卖出买进，很容易在卖出强势股票以后，再也没有机会买回来。而对个人投资者来说，有能力找到的优秀企业也只能有寥寥数家。失去最好的公司后，只能买到次好的公司，从长期来看，反而风险更高，收益也可能更低。

我们绝对不能小看卖出的失误，它时时都潜伏在我们身边，本章第六节讲述了我卖出万科的事例，这就是一个典型例子。

菲利普 A. 费舍在《怎样选择成长股》一书中写道："成功的共同因素是，他们拒绝单因某只股票急涨之后，市盈率相对于投资圈习以为常的水准，突然显得偏高，而卖出好得出奇的股票。"

费舍还举了一个例子："我管理的一个新账户由一群人持有。在 1955 年买进德州仪器股票时，本来打算做最长期的投资，约一年后，股价上涨了一倍，他们就要卖出，不过我还能抗拒他们的要求。等到股价再涨 25% 时，卖出的压力更大了。他们说自己也喜欢德州仪器，但是一定能趁下跌的时候用更低的价格买回。我妥协了，但还是说服他们保留一部分。几年后德州仪器从 1962 年的高价暴跌了 80%，但新的低点还是比他们急着卖出的价位高出约 40%。几年内，德州仪器再涨到新高价，比 1962 年的高价还高一倍以上。"

喜欢高抛低吸的投资者应该牢记"德州仪器"股票的投资案例。

试问：在 2006 年的大牛市中，投资者高抛后能否有机会低吸？在 2008 年的大熊市中，投资者低吸后是否有机会高抛？高抛低吸操作法起码有以下三个缺陷：

（1）高抛低吸做得久了，极易沾染占小便宜的缺点，从而丢掉战略意识。

（2）股票的主要上涨阶段必然要经过某一个横向震荡的高点，而高抛低吸的投资者一定会在这个"理想"的价位卖出，从而失去持有大牛股赚大钱的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）高抛低吸者都有积小胜为大胜的想法，然而并不一定每次都能成功。股票的主要下跌阶段必然要经过某一个横向震荡区域的低点，投资者一定会在这个"理想"的价位低吸。在一次熊股上的亏损足以抵消十次成功的波段操作收益，甚至有可能带来毁灭性的损失。

费舍说，投资者要想赚取高额收益，必须大量持有上涨好几倍的股票。高抛低吸者的结局必然是捡了芝麻丢西瓜，把牛股拒之门外，把熊股揽入怀中。

止损的陷阱

所谓的止损，就是指投资者买进一项投资，而后亏损到一定程度，于是投资者按原先设定的纪律，立即将其卖出，因而避免了损失进一步加大。在金融投资界，止损问题司空见惯，许多投资者都将它挂在嘴边。

虽然我们无法精确估算股票的内在价值，但是**股票的内在价值在某一时期是固定的，股价越跌，按现价计算的投资价值就越大，股票越涨，按现价持有价值越小。而止损却是让你在股价更低的时候卖出，这完全与价值投资原则相违背。**

我们在任何价格买入任何股票，随后它都有可能发生毫无理智的疯狂下跌。如果你无法承受不断亏损的压力，那你本来就不应该买入股票。你在股票价格被低估的时候买入，却在价格被更加低估的时候卖出，这也算是投资吗？最悲剧的是，你以非常便宜的价格卖出以后，随后它很有可能大幅上涨，迅速恢复合理的价格，难道这个时候你才重新买进？就算你花高价重新买进价格合理的股票，也不能说这笔交易是错误的，但是随后股价可能再次下跌，你还要再次止损吗？如若如此，投资者只能疲于奔命，左挨一巴掌，右挨一巴掌，积小亏为大亏。

在初涉投资的探索时期，对自己投资能力无把握，面对未来无法预知的损失，只能选择账户止损，将投资变现以规避风险。在我的投资生涯中，仅仅有过的一次止损经历，已经在《陈逢元：追逐大师》一文中写出："1999 年上半年，我购买的几只股票的每股收益都没达到公司募资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时的预测。我知道，我的分析方法肯定是错了。当时，股市还处于不断下跌中，看着我投资账户的盈利不断缩水，我只能采取一个办法：账户止损。即卖出所有的投资，重新开始。”

止损只是无知者的选择，是投资者成长过程的暂时性行为。如果价值投资者通过自己的努力，已经完全掌握了投资规律，能够判断股票价值，又采用了组合投资等各种方法把控投资风险，根本不需要止损。

但是要注意，在股价下跌以后，你需要重新审视公司基本面的变化，如果公司只是短期的利润下降，而核心竞争力没有改变，你完全可以继续持有，公司的利润早晚会回来的，现在的股价下跌只是暂时的。如果基本面反转，基本面恶化的速度甚至比股价下跌的速度更快，这个时候，你应该认赔出局。这样卖出的行为是预知未来的，与不知未来的、仅仅是因为账面资产下跌而卖出的行为有本质的不同，应该叫作亏损。比如，下一节将谈到，我在2011年以亏损的价格卖出深圳机场、福建高速，这种主动性的卖出行为与被动性的止损行为完全是两码事。

如果投资者认赔出局后，卖出的股票又大幅上涨了，那是另外一笔生意了。就算是垃圾股票，它既可以涨上天，也可以跌到零，这不是价值投资者有能力从事的买卖。当然，我们也有可能误判基本面，导致错误的卖出，但是这种错误行为可以在投资能力提高以及经验丰富后极大程度地减少。而经验虽然也可以减少止损性亏损，但减少的幅度相当有限，因为经验并不能改变其“机械性、被动性执行”的本质。

优化投资组合

优化投资组合有两种方法：

（1）如果我们找到了一只值得购买的好股票，可以重新审视一下原有的投资组合。卖出适量估值相对较高的股票，买进新发现的好股票。但是应该注意，我们不能太冲动。我们持有原有的股票时间较长，对公司的跟踪和理解较深，对于新发现的公司，我们或许还有未知的视觉盲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区，只有新发现的股票估值[㊀]明显低于原有持股，才适宜进行更换，对于重仓股，只应该适量更换。如果投资组合更新太快，对于全新的行业、公司我们需要重新研究、学习，难免有遗漏和考虑不周的地方。我们把持着谨慎原则，投资组合的变动就较为缓慢，风险较容易把控。

同时要注意，对于即将换出的股票，已经盈利还是亏损是无关紧要的，要点是估值高于换进的股票。我见过不少投资者，在换股时只卖出盈利的股票，而死守着亏损的股票，这样的做法是没有意义的。

还有，盘中的价格是16.4元还是16.5元对短线投机者很重要，但对于长期投资者来说，并无意义。我做出投资决策后，总是喜欢在次日开盘前集合竞价，或者开盘时按现价卖出和买进。如果要买更低价，卖更高价，就只能等待。而等待的结果可能如愿，也可能相反，甚至会错过时机。等待稍好的价格是很不好的习惯。

（2）投资组合中，某只股票的价格不断下跌，按最新价估算的投资价值就越来越大，我们不仅不应该卖出，反而可以根据最新的价格重新评估投资组合，适量地卖出组合内相对性高估值的股票，买入相对性低估值、低风险股票。

例如，2013年下半年，我根据贵州茅台、招商银行股价的错位，进行了一次重大的组合比例变动。

2013年中期，很久没有看房地产股票的我，翻看了房地产公司的中报，被负债率吓了一大跳。万科、保利地产、金地集团、招商地产加权平均负债率超过500%。我认为，这是一个非常脆弱的财务指标，经不起市场的波动。在1997年亚洲金融危机中，大批韩国大企业集团被平均高达427%的负债率击倒。我不禁有了一种担心：我们的房企要重复这条老路吗？

在房地产长期升值已经成为民众固定思路之下，物极必反的理论有

㊀ 股票估值通常是将其市场价格与内在价值做对比，前者高于后者称为估值偏高，前者低于后者称为估值偏低。为了在不同股票中便于比较，本书中将估值量化，公式为：估值=股票价格/股票内在价值=现实市盈率/合理市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会成为现实，经济学家喊了十年而没有实现的房地产危机有爆发可能；房地产界资金链或许成为经济衰退的多米诺骨牌起点。若如此，作为赚钱机器的银行业将成为房地产以外的承受重击对象。

也有投资者对银行业的风险不重视，他们简单地认为，银行是国家经济命脉，即使濒临破产，政府也会施以援手，投资银行股不会因银行业危机而受到损失。这个观点是很模糊的。现在的银行是股份制的，不像20世纪90年代那样是政府独资的。政府不会简单地注资剥离坏账，如果那样做，等于给股东送钱。施救方的救助可以挽救公司，但无法挽救投资者已经发生的损失。

打个比方，简单假设救助方案为：以净资产价格定向增发新股用于补充资本金、置换坏账，银行财务状况恢复到正常水平，施救方股权比例提高，原股东权益也被摊薄。本章第一节提到的花旗银行救助方案就是一个类似的例子。世界金融史上有许多破产公司被救活，但股东也因此易主，巴林银行破产后被荷兰银行以1英镑的价格收购，原股东一无所剩。

我假设了招商银行和贵州茅台在极端不利环境下的受影响程度并加以比较：招商银行负债大，依靠负债盈利，经济衰退致业务量减少，高负债则固定支出大，而利润缩减幅度也大；资金长期掌握在客户手中（银行的行业缺陷），坏账可大量增加，存在本金损失可能。贵州茅台负债率仅为25%，无有息负债，经济衰退业务量减少，低负债则固定支出小（低有形资产，折旧少，酒窖不折旧，存货不贬值），而利润缩减幅度小；由于垄断地位，款到发货，无本金损失可能。在企业微观方面，招商银行未来尚有利率市场化的不确定因素；而贵州茅台非市场化销售已经退出，未考虑到有其他不确定因素。结论是：贵州茅台的安全性远远高于招商银行。

并且，贵州茅台2014年产量高于销量70%，也就是说五年后可供销售的酒增加70%。按最悲观的假设，增量酒卖不出去，对财务影响也不很大，而一般公司新增产能若不能被市场消化则会造成项目巨大亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加之国内以投资和出口拉动型的经济模式弊病重重，转型具有不确定性。所以，具有先天优势、财务安全的贵州茅台股票成为我的最佳选择。我可以承受贵州茅台股票高于招商银行市盈率100%的买入成本。

虽然上面对于宏观经济风险的论述只是一种设想，对于招商银行的风险描述仅仅是和贵州茅台作比较，但市场确实存在这么一种风险，就像左轮手枪里仅剩的一发子弹，不得不防。

之前，我研究银行股时间更长，招商银行的配置比例最高。2013年9月，贵州茅台因貌似不佳的中报，股价大跌20%，而同期招商银行上涨2%。至9月底，贵州茅台动态市盈率仅高过招商银行（配股后摊薄）60%，这两只股票的价格形成明显的错位。于是，我趁这个机会卖出部分仓位的招商银行，增仓贵州茅台。贵州茅台首次取代银行股成为我的第一重仓股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节　投资组合策略与优化调整（实例）

投资者的投资能力不一，特别是新手更缺乏经验，不太可能一开始就设计出一个优秀的、可以长期不变的投资组合。对投资老手来说，也可以根据公司基本面的变化和市场的估值变动对投资组合进行减仓高估值股票、增仓低估值股票的优化调整。投资组合每次的微小幅度的变动累积起来，若干年后再看，已经是大幅度的变动。在中期能够达到提高收益减少风险的目的，长期来看，则决定了投资收益的高低，甚至决定了投资成败。

以我在 2005～2014 年的投资策略和组合调整为例。

斩牛

2005 年，我大部分仓位主要投资于高度折价的封闭式基金（详见《大众理财顾问》2006 年第 11 期《年收益率 36%，我的封基操盘实录》），而股票投资额度较小。2005 年下半年牛市的特征越来越明显。封闭式基金（简称“封基”）的相对性弊端也越突出：封基的投资组合太过分散；选股能力不合我意；封基有至少 20% 的资产投资于债券，股票持仓率大约在 75% 左右，资产利用率较低。以上原因造成封基集体收益在牛市中很难超过指数收益。2006 年年中，我痛下决心，卖出了大部分仓位的封闭式基金，全部投资于股票。

2006 年 7 月 7 日，我的投资组合如下：民生银行 15%、浦发银行 13%、招商银行 10%、大商股份 13%、苏宁电器 12%、长江电力 11%、格力电器 9%、外运发展 7%、龙溪股份 6%、新兴铸管 4%。

之后半年的组合调整如下：出于对大商股份基本面的担忧，主要表现为净资产收益率不佳、市盈率过高、净利润增长率不及预期，于是卖出了大商股份；卖出了成长性不甚理想的长江电力；出于对主营业务竞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争优势的担忧，卖出了外运发展；虽然看好新兴铸管的铸管业务的竞争优势，但不看好其另一半主业的钢铁业务，也卖出了；新进了全国最优秀的酵母生产企业安琪酵母；新进了最优秀的人造景点旅游企业华侨城；新进了发展前景看好的营口港和小商品城；市盈率较高的招商银行的部分仓位换成深发展（现在已更名为平安银行）。

2006 年 12 月末，投资组合按持仓比例从高到低（当时没有记录具体比例）排序如下：民生银行、苏宁电器、浦发银行、格力电器、安琪酵母、龙溪股份、营口港、华侨城、招商银行、深发展、小商品城。

2007 年春节期间，我重新评估了所持股票的内在价值，发现已经被市场高估了许多，特别是整个市场来看，股票价值被高估更多。春节过后，我开始对股票投资账户减仓，到了 4 月 13 日，已经分三步卖出了全部的股票。2006 年 7 月 7 日 ~2007 年 4 月 13 日，我的股票账户收益率为 269%，同期沪深 300 指数仅上涨 125%。对这个投资成绩我还是满意的。

踏空

意想不到的是，我卖出全部股票之后，股市继续暴涨，2007 年 10 月，沪深 300 指数最高涨到了 5892 点，从我的清仓日算起又涨了 86%。从 2005 年的牛市起点算起，到清仓时，我的股票账户已经增长了 5.5 倍，如果再赚 86%，那就是 11 倍（6.5 乘以 186% 减 1）的利润了，这就是几何级数的威力。

但是我深知，股市正处于巨大的泡沫中（详见《大众理财顾问》2007 年第 10 期《私募界心声 高位炒股暂缓而行》）。假若我使出回马枪，再次杀入股市，那么，深谙股票价值的我，和那些对股票内在价值一无所知、只是一味地跟随热点追涨杀跌的投机客又有什么区别？我是绝不会以 15 元的价格，买进内在价值 10 元的股票，然后等待它涨到 20 元的时候卖掉！我甚至遭受了一名新手的嘲笑：“人家都在入市赚钱，你却在退市，你在做什么股票？”熊市很快来临，我存活了下来，这位新手却在投机内在价值为零的权证时亏掉了全部的入市资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事后，朋友们都说我卖得太早了，我也承认确实如此。但既然已经卖出定价高估的资产，如果以更高的价格再买进，就是更大的错误。抱着坚定的价值信念，我从容度过了2008年的股灾。陆游的词作《卜算子·咏梅》最能表达我当时的心态。

卜算子·咏梅

驿外断桥边，
寂寞开无主。
已是黄昏独自愁，
更著风和雨。
无意苦争春，
一任群芳妒。
零落成泥碾作尘，
只有香如故。

2007年余下的超过半年时间，我将大部分从股市退出的资金投资于“集合新股申购”业务，年化收益率约11%。新股首日上市都有巨大涨幅，导致了新股申购如此火爆，这是中国股市特有的投机行为。从新发行股票公司的发展潜力与风险配比上看，论股票估值，发行价都比一些已上市股票还要贵。假如白白让我中签，条件是锁定一星期不得卖出，我也不会买它，因为我不知道什么时候市场会恢复理性。就像上文所说的，我不会为了赚5元，以15元的价格买进价值10元的股票。注册制实施以后，新股发行完全市场化，由公司自主决定上市与否，新股发行价由公司与投资者自由协商，这种投机行为就会自动消失。

国内著名的私募基金经理但斌当时的投资策略和我形成了鲜明的反差。但斌对所持股票的绝对乐观，从他的口头禅“闭着眼睛都可以买入”可见一斑。他的乐观精神体现在他的基金在2007年下半年随着火爆的股市赚得盆满钵满，但在2008年，他的基金亏损一半，投资者纷纷诟病。2007年，但斌被称为“中国巴菲特”，2008年，又被简称为“中巴”。其实，投资者如此评价但斌是不公平的。但斌如果想着卖股票，他可以躲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过2008年，但也无法在2007年取得辉煌的成绩。投资不可能做到完美无缺。总体来看，他的基金只是波动幅度更大，总体盈利还是对得起投资者的。但斌过于激进，而我过于保守，这是但斌和我都需要改进的缺点。

再战

2008年年初，我回到了已经忘却的B市场（详见《大众理财顾问》2008年第2期《不可放过的B股投资良机》），对B股市场梳理了一遍后，选择了平均市盈率仅15倍、价值被相对低估很多的中集B、江铃B、鲁泰B、粤电力B，以20%的仓位买进。数个月之后，粤电力B换成了杭汽轮B（杭汽轮的基本面分析见第四章第四节）；一年后，由于不看好中集集团的高负债、多元化的经营策略，卖出中集，加仓江铃、鲁泰、杭汽轮。到了2008年年底，这几只股票还是跌去了一半，我的账户损失大约是10%，当然，这个损失是可以接受的。两年之后，这几只股票的价格都大幅地创出了新高。

2008年年底，我逐步建立了40%仓位的A股股票，与B股合计总仓位约为50%。我在《大众理财顾问》2008年第12期《买基正当时》一文中写道："11月10日，沪深300指数收盘于1801点，大多数优质股票的平均市盈率已经跌到了15倍左右，市净率在1.7倍左右，已经接近了我国股市波动的下限……现在的关键是我们能不能战胜恐惧、大胆买进？"虽然我不能在2007年下半年大把赚钱，但是现在我买进的股票价格要大幅低于当时的卖出价格，为未来数年收获的投资收益打下了基础。

2010年8月末，我再次增加投资额度，满仓投资于股票，投资组合为：兴业银行15%、北京银行11%、南京银行6%、华夏银行5%、江铃B14%、杭汽轮B12%、鲁泰B10%、深赤湾7%、深圳机场6%、福建高速5%、上海能源5%、京东方B4%。

由于建仓仍然仓促，考虑不周在所难免。市场熊气弥漫，我原本投资公用事业股的目的，是想借用其稳定性，平稳度过经济下行周期。然而，后来经过持续思索评估，我将公用事业股票的投资价值推翻：通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀逐年增加经营成本，但是，公司的产品、服务价格受到管制，价格提高有限，这样，公司的利润就被通货膨胀蚕食。

随后的两年时间内，我对股票账户主要进行了以下调整：深赤湾换成贵州茅台；以亏损的价格卖出了公用事业股深圳机场（高投入、低产出、净资产收益率低）和福建高速（它是行政影响的实例：政府命令，四大节假日高速公路免收通行费，对社会是利好，对股东是利空），增仓银行股；卖出华夏银行，减仓北京银行，买进招商银行；周期性股票上海能源换成更有竞争优势的中国神华。

2008 年年初至 2012 年年末，我的账户投资收益率为 42%，年化收益率为 7.2%；同期沪深 300 指数下跌 53%；B 股投资整体收益最好，其中，江铃 B 上涨了一倍。

升华

2012 年年末，出于投机心理，我卖出了全部持股，以期能够以更低的价格买回来。我很快醒悟过来，明白这是一个严重的错误（注：2013 年股票有较大幅度下跌，但不能因此认定当时的卖出行为是正确的）。我在《大众理财顾问》2013 年第 4 期《在挫折中成长——我的投资组合》一文中写道："2007 年第 6 期发表《陈逢元：追逐大师》一文，讲述了 1997 年入市以来的投资历程，被杂志编辑评价为'知行合一'。我深感惭愧，知行合一是多么难以做到。股市中有太多的变数使你变得无知，股市中有太多的诱惑阻止你前行……投机的后遗症来了，操作的高度紧张和巨大压力使得我身心疲惫，生活节奏被完全打乱，盈利也仅相似于指数，我只得回到原来的价值投资道路上来。"

巨大的压力之下，全身能量被调出，思维运转速度远高于平时，这是我与生俱来的优点。人，只能在逆境中成长！这次挫折和辛苦很值得，我的投资哲学前进了一大步，这一步在过去的两三年里也没有迈出。**我挣开了思维锁链，投资策略作出了重大改进：下最大的工夫用于选股，必须选择优秀行业中的顶级公司、价值被严重低估的股票进行集中投资。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不再像以前那样，觉得还好的股票都要买一点，好似集邮。这样，风险不见得会更高，而收益可能会大幅提高。我抛弃了原先估值为主、定性为辅的投资策略，重新确立了选股标准：定性分析为主，定量估值为辅；投资战略为：可以更换，但永远满仓，除非股价被严重高估。

我从股票池里精心挑选出了 4 只股票全仓买进，构建组合如下：招商银行 57%、贵州茅台 23%、江铃汽车 10%、京东方 B10%。

2013 年 8 月底，贵州茅台公布了业绩不佳的中报。9 月的首个交易日，茅台股票跌停。整个 9 月份，茅台股票大跌 20%。我大喜不已，逐步把手中的招商银行大部分换成了贵州茅台。

2013 年 9 月底，我的仓位比例反过来了：贵州茅台占比 80%，招商银行占比 15%，江铃汽车、杭汽轮 B 合计占比 5%，京东方则绝大部分抛弃。我并不担心自己的观点与市场主流观点相反。

到了 2014 年年初，贵州茅台大幅上涨、招商银行继续下跌。出于纪律性考虑，我减持了贵州茅台，将贵州茅台的持股比例限制在 60% 以内；卖出江铃汽车；增仓招商银行；买进中国神华、东阿阿胶、九牧王；换进适量长江电力，有所盈利后又换成同处能源行业的中国神华。详细投资组合见本书第三章第五节。

2012 年年末至 2014 年 6 月末，我的投资账户收益率为 6.7%，而同期沪深 300 指数下跌 14%。

2004 年年末至 2014 年 6 月末，9 年半时间我的投资账户总收益为 7.7 倍，年化收益率为 22.8%。这个收益在一定程度上要归功于股票市场的非理性：封闭式基金打 6 折出售；市场定价效率低，差公司高估值、好公司低估值等不理性因素。这些都给我带来了好的投资机遇。

2014 年，我投资哲学的升华、完善和市场存在的机遇，共同造就了我在投资生涯中最满意的股票投资组合。本次投资组合很可能是我持股周期最长的股票组合。时间会证明一切。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节　善于学习

虚心学习

绝大多数投资者包括投资机构都没有巴菲特们的非凡能力。我们只能在自己的能力范围内对很有限的行业、公司进行深入研究。每个人的思维都有偏向性、局限性，个人的精力、能力范围都有限，不可能对多行业多公司研究得面面俱到。就算是投资大师也都有自己的合作团队。比如：量子基金的乔治·索罗斯和吉姆·罗杰斯，伯克希尔·哈撒韦公司的沃伦·巴菲特和查理·芒格，公募基金经理彼得·林奇、约翰·聂夫都有自己的助理团队。而公共媒体上的能人贤士就是个人投资者的助理团队。

否极泰合伙企业执行人董宝珍先生拥有研究助手、拥有全国范围广泛的经销商咨询对象，他每月都要调查茅台酒的销售数据，对贵州茅台公司、茅台文化的研究和理解不可谓不深，不可谓不细。他在 2013 年 3 月发表博文称：“贵州茅台 2013 ~ 2014 年会有确定 30% 的复合增长！”然而，董先生的研究结论还是与事实有相当大的差距。2013 年，贵州茅台净利润增长 14%，2014 年第一季度净利增长 3%，公司在季报中预测 2014 年全年增长仅 3%。

个人投资者即使跑断腿、磨破嘴，也不可能得到比董先生的研究更加严谨的数据，个人调查数据的片面性决定了其较低的参考价值。我们只能借助于现代发达的网络信息，它对于投资者是很大的福音，是上一代投资者不能享受到的。

许多人说，网上的信息大多都是假的，这个说法其实毫无道理。

我们从任何媒介上都能得到垃圾信息和伪知识。而得到知识、信息需要付出成本的高低以及包装印刷是否精美，与知识、信息的有用与否毫无关联。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因噎废食只能成为见识短浅的井底之蛙，是不可取的。

关键在于，我们如何去其糟粕取其精华。

对各种媒介上的零星信息，我们要认真思考，进而筛选、提炼，最终会得到有用的信息链条。

上市公司年报正文我们只能从网络上得到，不少著名博客对年报的解读同样精彩；我们还能从许多博主的文章中学习到正确的投资知识，以完善我们的投资哲学，也能发现不曾注意到的优秀股票，以丰富我们的备选股票。

比如："一只花蛤"博客注重哲学性、理论性的投资知识；董宝珍的博客大多是很专业的白酒分析类文章（董宝珍2013年的投资成绩在私募基金中垫底，是因其投资技巧问题，我将在后面的篇节中对此进行讲述。我们不能因此否定董先生文章的参阅价值）；"大中华9889"的博客汇集大量的银行股研究文章以及综合投资知识；凌通价值投资网则是难得的优秀专业价值投资网站。经常访问阅读这些博客，对投资者是很有裨益的。

批判性思考

18年前，我阅读了中央编译出版社出版的由尼尔·布朗教授和斯图尔特·基利教授合著的《走出思维的误区》（现有机械工业出版社出版的原书第10版，书名为《学会提问》）。这部书传授的批判性思维的基本技能，对我后来的学习和生活都有很大的帮助。接下来，我讲述几个在阅读文章过程中运用批判性思维的实例。

对于网络文章、公司年报的阅读应该注意几个要点：去掉所有的形容词，枯燥的数据是最重要的；文章的逻辑是否正确；结论是想当然还是有事实依据，依据是否属实；等等。如果文章观点可以借用，我们还应该补充进自己的思考，完善文章的遗漏部分。

例如，我在凌通价值投资网看到"长江电力具有永续经营能力"的观点，对此颇感兴趣，就上网搜索"长江电力分析"关键词，发现博主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"长江电力持有者"转载了大量关于长江电力的优秀分析文章，让我受益很多。其中2013年8月转载的《投资长江电力的要点》一文逻辑清晰、数据翔实，让我印象深刻，甚至有大比例投资长江电力的冲动。继续详细阅读该文，思考许多时日以后，自己补上了该文的盲区：

（1）长江电力无自主定价权，过去十年电价跟随火电上网电价小幅上调，总上调幅度小于通货膨胀率。我粗算了一下，其上网电价上调增加的收入大约可以冲抵因通胀导致的成本增加部分。而现在煤价暴跌，火电资产盈利巨大，未来电价上调预期很低，而公司经营成本还会随着通胀增加，净利润可能遭到蚕食。这是没有自主定价权的公用事业公司的普遍缺点。

（2）该文把后续资产注入对公司的影响定位为中性。我从投资的防守性考虑，认为资产注入都是溢价，溢价率取决于大股东，是一种隐患。

（3）文中认为，公司盈利的50%用于偿还贷款。过去是如此，但将来呢？我尚未找到根据，无法作出判断。目前长江电力的负债率在100%的合理范围，如果公司剩余利润不用于还贷，而用于火电股权收购，那么，将失去测算的净利润每年5%的内涵式增长，外延式收购性增长模式将增加不确定性。

（4）现在另外补充，长江电力2014年3月关于增值税政策调整的公告：根据财政部网站发布的《关于大型水电企业增值税政策的通知》（财税［2014］10号）的规定，2013年1月~2015年12月，对其增值税实际税负超过8%的部分实行即征即退政策；2016年1月~2017年12月，对其增值税实际税负超过12%的部分实行即征即退政策。我推算，2016年起，长江电力因此政策每股收益下降10%。

补上以上几点后，综合考量所有优缺点得出结论：长江电力股价在合理范围，对我没有足够大的吸引力；我推测经济可能出现转折（虽然彼得·林奇等股票大师都反对预测经济，但我还是会根据自己对宏观经济的预期而对投资组合作出预防性的，即攻守兼备的战略性调整）。长江电力作为非常稳定的公司可能有被炒作的价值，按现价，长江电力股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是不可以投资，但它不是我喜欢的投资标的类型。

又例如，某篇文章大谈贵州茅台的风险，但文中许多观点经不起推敲。举例如下：

（1）混淆概念。此文中指出贵州茅台进军房地产、机场、啤酒、葡萄酒的多元化战略风险巨大，我十分赞同。但这些投资项目都隶属于茅台集团，和股份公司无关。一般来说，“贵州茅台”指的是已经上市的股份公司，控股集团公司称为“茅台集团”。贵州茅台股份公司只生产白酒，未涉及其他产业。显然，作者把茅台集团和贵州茅台混为一谈了。

（2）逻辑错误。对“行业垄断弊端凸显”一节中关于“垄断带来的不合理高价损害消费者利益”的观点，我有不同意见。茅台非生活必需品，垄断是市场垄断非行政垄断。白酒知名品牌几十种，政府没有强制民众买茅台酒，也没限制民众不买其他品牌的白酒。茅台售价由市场决定，厂家愿卖，消费者愿买，价格就非不合理。厂家只要不以次充好或使用其他欺诈手段就不存在“损害消费者利益”之说。

（3）主观臆想。“降低质量的危险加大”一节中写道，“压缩白酒的酿造时间是迅速提高产量的做法”。没有证据或充足的线索链就进行如此推断，我认为过于主观。

我见过的最具代表性的负面文章当属发表于《上海证券报》2007 年 8 月 23 日的《为什么说 5000 点股市比 1000 点更健康》。看到标题，我就没有兴趣继续看下去了：仅仅两年时间，购买的股票价格已高了 4 倍，反而更健康？但出于好奇，我还是忍不住往下看。文中列出的八个方面的基本判断，误导性极强，股市的估价原则也是含混模糊。不过，在当时的狂热市场，确实也有一批追捧者。几个月后，股市还真上涨到了 6124 点，不幸的是，一年后，又暴跌到了 1665 点。

投资者不能因为专家头戴耀人的光环就盲目信从，要相信自己的思考。即使是我非常尊敬的、治学严谨的杰里米 J. 西格尔教授，也在中国股票市场上得出了错误的结论（见本书开篇）。

2007 年，上证指数突破 5000 点，吉姆 · 罗杰斯的《中国牛市》出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

版，号召长期投资中国股票；5年后，2012年5月，上证指数被腰斩过半，郎咸平的《中国经济到了最危险的边缘》出版。我们要学习吉姆·罗杰斯的投资战略思想，学习郎咸平教授独到的经济思维，但是我们不能不假思索拿来就用，否则就只能在5000点上方追涨，跌到2300点后挥泪斩仓。

利用各类媒体上的文章资料，应该注意的五大要点是：注重客观事实，注重逻辑的合理性，排除煽动性的言辞，学习文章的哲理性思想，加上自己的思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六节 独立思考

从众的代价

“深万科”公司原本是深圳房地产开发公司，业务集中于深圳。由于多方面原因，我对深万科产生了浓厚兴趣。研究中发现，深万科在全国的房地产份额仅在1%左右，房地产业的集中度亟待提高。在我的记忆中，房地产业于1993年陷入低迷。从财务报表上看，深万科自1994年以来，净资产收益率大多年份都处于10%以上，由于事过久远，数据不一定精确。但是，深万科是所有已上市房地产企业中长期业绩最高也是最稳定的，这一点，我记忆深刻，绝对没错。

最吸引我的在于，深万科走出深圳，开始向全国扩展业务。深万科去“深”字改名为“万科”，2000年后，房地产业景气度回升（虽然我也无法预测房地产高景气度如此之长），全国市场有一个亟待抢食的巨大蛋糕。我在2002年年末开始买入万科B。

中国人民银行在2003年6月5日发布了《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》，万科股价应声下跌。到了6月30日，万科股价大跌17.7%。我对该《通知》的解读是：银行加强房地产信贷业务管理只会打击弱者，而市场需求不会受此影响，最好的房企万科反而会受益于市场份额的提高。于是，我在8月4日大幅增加了对万科B的投资。万科B仓位比例提高到74%。

当时，我刚刚从挫折中走出，缺乏足够的自信。持有单一品种的仓位过高，心里还是有些忐忑。2003年6月19日，上证指数击穿半年平均线，而后逐级盘下，到了8月22日，指数已经连续5个交易日创出年内新低。我的心理压力进一步加大：如果万科补跌呢？多年的投资经验表明：有许多股票在指数下跌时横向盘整，或有小幅度的涨跌，股价相对于指数表现强势，而后，又突然大跌而追上甚至超过指数的跌幅。我的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自信心开始有所动摇。

关键的失衡点于2003年8月22日出现。当日许多股票基金公布了半年报（有公布持股明细），我长期留意观察的十几只最优秀的封闭式基金全部在6月30日之前卖出了万科，无一例外。基金对万科的持仓为零，我大吃一惊。我凭以往的经验认为，基金不看好的股票不一定不好，基金集体清仓的股票都会有问题，过后大多都有很大的跌幅。

于是，我也卖出了万科B。后来，万科A的巨大涨幅有目共睹，而万科B因相对于万科A有很大的折价，后来万科B甚至对万科A反而出现了溢价。万科B涨幅大幅度地超过万科A。当时，我的投资哲学还不够完善，一般而言，我不会以更高的价格买进低价卖出的股票。

当年这一足以捶胸顿足的错误决定令我懊悔不已。然而事已过去，懊悔无益。我只能总结经验，继续前行。导致这一错误决定的另一个重要原因是持股集中度过高，于是心理状态不稳，稍有风吹草动就会失去平衡。假如我对万科的持仓比例限制在20%以内，我可能会继续持有。

从众的代价是让我失去了万科，但也让我坚定了自信心。从此，我的思维再也不会受任何专业机构、人士的左右。

历史总有惊人的重复。2013年8月31日，贵州茅台公布了业绩不佳的财务报表。9月2日，贵州茅台股票开盘10分钟就被打到跌停，大批基金夺路而逃。这是一个非常值得纪念的交易日。根据事后各基金公司公布的持股组合进行推算，第三季度基金卖出的贵州茅台股票占贵州茅台总股本近10%，总金额高达100多亿元。我已经持有了占自己仓位超过20%比例的贵州茅台，对于基金的行为，我只能付之一笑。基金愿意卖就卖吧，反正与我无关。我借助市场大跌的机遇，大幅加仓买进贵州茅台。

《彼得·林奇的成功投资》一书对资产管理者的从众行为作出了精辟的见解："如果你是因为买进了大家都在买的热门股IBM后，使得客户的资金遭受损失，你永远不会丢掉你的饭碗。IBM股票下跌了，客户和上司会问：该死的IBM最近怎么了？如果你买进了一只市场不喜欢的、冷门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的汽车旅馆股票，而后该股下跌了，客户和上司就会问：你最近怎么了？”

我们也不能贬低基金经理，和个人投资者不同，他们的从众行为确实有一部分是来自纯粹的投资行为以外的压力。在我的印象中，宝盈泛沿海增长基金最为典型。以该基金为例，截至2010年第三季度末，该基金的十大重仓股见表2-1。

表2-1 宝盈泛沿海增长基金2010年第三季度末十大重仓股

股票名称	价格/元	持有量/股	占净值比（%）
中国太保	19.95	7 095 979	7.49
中国平安	36.03	2 770 045	7.10
民生银行	6.23	20 448 000	5.05
浦发银行	9.04	7 783 732	4.89
兴业银行	13.28	4 250 058	4.76
招商银行	12.49	7 500 000	4.70
北京银行	9.71	7 943 867	4.59
南京银行	9.27	8 745 116	4.51
华夏银行	11.57	8 537 975	4.47
长江电力	6.35	11 549 943	4.28

从以上持仓可以看出，该基金2010年重仓银行股。但该年市场热炒小盘股，除了被动投资的指数基金外，持有银行股的投资基金也没有几家，银行股价格走势疲弱不堪，该基金投资业绩在同行中垫底。

于是，原基金经理被不耐烦的人们赶下台，换上高峰先生担任基金经理。

高峰：硕士研究生　　任职日期：2010-11-19

高峰先生简历：北京大学光华管理学院经济学硕士。2001年5月宝盈基金管理公司正式成立至2003年8月，历任研究发展部高级策略分析师、副总经理；2003年9月~2009年10月，历任对外经贸信托公司资产管理部副总经理、证券业务部总经理、资产管理总部执行总经理、高级投资经理、公司投资决策委员会成员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高峰经理新上任就来了个大换仓，基本抛弃了银行股。

2010 年第四季度末，该基金的十大重仓股见表 2-2 所示。

表 2-2　宝盈泛沿海增长基金 2010 年第四季度末十大重仓股

股票名称	价格/元	持有量/股	占净值比（%）
中国联通	5.03	21 000 000	5.30
鞍钢股份	4.62	13 372 885	4.88
中国远洋	4.48	10 696 184	4.75
中国国航	6.67	6 399 200	4.13
南方航空	4.84	8 350 000	3.84
上海机场	12.32	6 440 935	3.77
中国铁建	6.78	11 298 049	3.62
建设银行	4.77	16 049 922	3.48
许继电气	16.68	2 200 000	3.46
中兴通讯	17.00	2 120 000	2.73

然而，2011 年银行股板块成了该年度最抗跌的股票板块，银行类指数下跌 1.6%，远远低于沪深 300 指数 25.0% 的跌幅，其中，民生银行甚至逆势大涨 18%。如果宝盈泛沿海增长基金继续持有 2010 年第三季度的投资组合，那么，该基金在 2011 年度可以扭转 2010 年度的业绩颓势，排进同行业中的上游。特立独行让原基金经理丢掉了饭碗，而从众的代价是：新换上的重仓股大跌，该基金投资业绩再度处于同行业末流。

还在收听股评？

1997 年年初进股市时，我对股票也是一窍不通，天天看万国测评、神光视点之类的股市评论，傍晚则收看电视上的股评。确实，也因此了解了和股市相关的许多术语。然而，我越来越觉得，股评根本不能对我的投资成绩有所帮助。他们总是今天说东，明天股市一变，又改为说西。我从来没有从股评者那里得到好的投资策略或技巧，甚至连一个好的股票投资建议也没有。我开始对股评产生了怀疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过话说回来，股市行情诡异难测，期望股评者是神仙也是不现实的。万国测评犹如占卜，不管市场是涨是跌，他们的观点都没什么错；孙成钢主笔的神光视点栏目文笔优美，但文章里有关股市的预测也没有给我留下深刻的印象。

很快，我就发现了股评者的滑头。

比如，股评者每天都有荐股，也总是吹嘘自己的荐股成绩。他们总是说，哪一天推荐的股票上涨了多少，而推荐后下跌的股票一概不谈。由于荐股数量众多，其中总会有某几只股票涨幅巨大。并且，他们吹嘘所荐股票的涨幅是计算最低点到最高点的涨幅，而不是从推荐时算起。

1999 年 5 月 19 日 ~6 月 29 日，上证指数大涨 64%。6 月 29 日，某股评文章精确地指出当日为短线顶部，之后股市大跌。后来该股评机构就这一精准的测市成绩以“误差为零”的口号广泛宣传。而实际上，从 5 月 19 起的整个股市行情中，该机构在评论文章中应用“某某法则”每两三天就会发布一次见顶和见底的信号。在这段历时 40 天的行情中，该机构大约给出了 10 次短线见顶的信号，准确度也没有给我好的印象。

他们的评论虽然无益，但害处也不是很大。而大量存在的“黑嘴”则是最危险的。他们与庄家勾结把你引入陷阱，而你却一无所知。

例如，某著名股评家，毕业于上海财经大学，1997 年成立东方趋势投资顾问公司，并屡屡登上中央电视台第二套节目，讲述股票投资。看他风度翩翩、泰然自若，手拿教鞭指点江山，完全智者模样。当时我也看过几期节目，不过还是没能看出他的评论对我有什么用。

2000 年 6 月 21 日 ~7 月 21 日，青山纸业股票突然急速拉升，从 8.89 元涨到 13.00 元，加上期间每股 0.1 元的现金分红，一个月时间大涨 47%。该股评家开始在各大媒体大力推荐该股票，随后该股连续上涨，此后他又多次推荐该股，并称要“咬定青山不放松”。9 月 6 日，青山纸业每 10 股拆分为 20 股，派发现金 0.5 元。9 月 8 日，该股涨收盘 9.00 元，从该股评家首次荐股算起，该股也上涨了 39%。然而悲剧终究要发生，随后 10 个交易日，该股大跌 12%；到了 2001 年，该股最低跌到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.71 元，跌幅为 59%。网络上对此事件评论为："第一庄托"让股民在青山上站岗。

假如说，这位号称"中国荐股第一人"的股评家错看青山纸业只是偶然，那我们来看看该股评家真实的投资能力：

"陕国投·笑看风云 1 号"是该股评家管理的一只信托计划，于 2011 年 4 月 18 日正式成立，信托期限为 10 年，有"5～10 年实现 10～20 倍绝对收益的目标"的豪言壮语。截至 2002 年 6 月 11 日，"陕国投·笑看风云 1 号"单位净值下跌 50.7%（远远高于同期沪深 300 指数 23.8% 的跌幅），按照合同约定，该信托计划于 6 月 11 日终止，正式清盘。

该股评家用外交家般的辞藻表示："作为基金管理人，我们对'陕国投·笑看风云 1 号'基金的清盘感到非常痛心，对辜负广大基金持有人的信任和厚爱表示深深的歉意。"同时还宣布："为使持有人减少投资亏损并逐步挽回投资损失，分享未来经济高速增长的成果，我们将通过目前已经成型和成熟的合伙制基金形式为广大基金持有人继续提供投资理财服务。从即日起风云 1 期合伙制基金预约工作正式启动……原定预期的投资目标收益率不变。"

投资者并不买账，网友"泪流太平洋"怒斥："有赔钱赔得像你这样理直气壮、理所当然、坦坦荡荡的？真是前无古人，后无来者。"

期望从股评家那里预知股市未来涨跌的投资者肯定也要失望。根据我的观察，股评家预测指数的技巧是：在上涨趋势明显的时期，他们普遍会预测指数还会涨 10% 左右，在下跌趋势明显时期，他们普遍会预测指数再跌 10% 左右，并且，这个时期他们预测的正确概率也很大；如果指数上涨或是下跌持续更久，他们的预测指数往相同方向的涨跌幅度往往也会加大，比如 20% 左右；在股市狂热时期和惨跌时期，他们预测指数往相同方向的涨跌幅度会更加的大，往往在 50% 以上。

例如，2005 年年中，上证指数跌到了 1000 点附近，我已经有好多年没有收看、收听股评了，偶然与一位老者喝茶聊天时，也收听了老者收音机里传出的某知名股评机构的言论。该言论用坚定无疑的语音大肆渲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

染股市将再跌40%，跌到600点附近。在媒体股评家推波助澜之下，那段时期，网络上也尽是看空的思潮，主张现金为王。在股票便宜的时候悲观，在股票昂贵的时候反而乐观，这也是投资者普遍成绩不佳的重要原因之一。

而在2007年年末，上证指数涨到6000点时，我在浏览财经网站时，发现许多评论文章都预测上证指数将涨到1万点。一年之后，上证指数跌破2000点时，他们又改口说要跌到1000点。

总之，股评家喜欢在涨势形成后说涨，在暴跌发生后说跌。他们的预测，在牛熊市的中后期经常正确，然而这样的马后炮式预测是没有意义的。而在牛熊市转折点，他们的预测经常会有致命性的错误。

虽然也有一些投资者同样看出股评言论测市不准，但他们还是会去看去听，这就像有些人明知求神拜佛没有用，但是面对自己的未卜前程时，也只能如此。其实投资者应用掷硬币的方法也会有50%的概率正确预测股票行情，从而胜过股评家。只要你从正确的价值方向去了解股票，去研究投资，自然而然，你就会对股评失去兴趣，不会继续把时间、精力、钱财花费在股评家身上。

另外，股评家们都喜欢花费很多口舌解释股市已经发生的上涨和下跌的原因。我认为这是毫无意义的。任何针对股市的政策都只能助推或者延缓股市涨跌的过程，但不会改变涨跌的方向。股票的价格太低了，未来它就会涨，价格太高了，未来它就会跌，这是股市涨跌的基本规律。沃伦·巴菲特也说："即使美联储主席偷偷告诉我未来两年的货币政策，我也不会因此改变任何一个行为。"

国外方面也是如此。

1980年8月，石油价格超过80美元/桶，短短两年时间涨幅超过一倍，同期石油股票价格也是大涨。当时，标准普尔公司的分析家发表了一篇调研报告，标题为《具有长期吸引力的股票》。文章指出："刺激投资者的高昂油价依然存在，大多数与油井设备、服务及近海勘探有关的股票市盈率远远超过市场平均水平。很难对这些行业的光明前景提出质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疑，我们建议投资者长期持有这类股票。”并列举了贝克国际、环球海事、北美西部、斯伦贝谢、休斯工具这五家公司。然而，随后石油价格直线下跌，到了2006年跌至25美元/桶。石油服务、勘探业陷入停滞。环球海事、北美西部破产，其余3只股票市场表现也大幅落后于市场。

2000年3月，纳斯达克指数冲破5000点大关，美国的投资银行、证券公司、咨询机构、新闻媒体仍然大肆吹捧，买入、温和买入、强力买入的呼声一浪高过一浪。由于网络科技股的市盈率实在太高，对亏损股来说甚至是无穷大。分析家便创造出了全新的估值方法，以鼠标点击量、客户数量作为新经济股票的估值标准，他们相信这次绝不一样。然而泡沫的后果还是一样，一年过后，纳斯达克指数暴跌了62%。

1990~1994年，金融学者统计了《华尔街日报》“镖靶”专栏216次分析师推荐的股票平均相对于市场的收益率后发现，到了第六个月末，专家推荐的股票比市场平均收益率低3.8%；1997~1999年，《美国最佳测市者》跟踪了146名测市者的表现，发现绝大多数测市者都跑输标准普尔500指数。

投资者投身于股票市场就是运动员，而不是观众。让股评家指导你作投资，就好比让体育评论员指导中国女排打球一样荒唐。股评家和股票专家的区别在于：股评家总是追着热点跑，现在市场的焦点是什么，他们就说什么，他们喜欢揣摩听众心思，讲听众喜欢听的话；而真正的专家数年如一日地研究少数几个行业、少数几家公司。体育评论员和教练员的区别也在于专业程度的绝对不同。

查理·芒格说：“如果你的思维完全依赖于他人，只要一超出你的领域，就求助专家建议，那么你将遭受很多灾难。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七节 金融衍生品

融资

股票市场的融资，是指借用别人的钱投资股票。融资的风险有多大？2013 年，董宝珍管理的否极泰基金就是一个鲜明的例子。

2012 年秋，由于反腐败浪潮，贵州茅台股票应声下跌。董宝珍看好贵州茅台股票的长期走势，据否极泰基金 2012 年第四季度报告：“我们否极泰正在通过各种方法占有这种机会，10 月份我们申请的首期贷款将会到账，这是我们执行别人恐惧我贪婪的具体行动。”

2012 年第四季度，白酒行业出现酒鬼酒塑化剂事件，贵州茅台股票继续大跌。否极泰基金 2012 年年报写道：“我们起草了否极泰进一步融资的议案，由于某个原因，使得资金到账延误到了 12 月 6 日。从 4 日到 6 日，管理团队进一步对基本面进行了研究，确信塑化剂只是酒鬼酒一家的问题，其他公司都没有问题，即使我的研究是错误的，在白酒股 10 倍市盈率的估值水平下，即便检出塑化剂，股价的跌幅最多是向下 10%，因为投资的最终原理是估值水平决定一切。这种基本面的相对确定和市场的恐惧，令我们振奋，6 日这一天整体白酒股跌得面目全非，而我也乘机完成了白酒股的低买。”

2013 年上半年，贵州茅台股票延续跌势，董宝珍曾透露第三次融资买入。下半年，贵州茅台股票更是跌势汹涌，近乎崩盘。

2012 年 10 月 26 日，否极泰基金净值为 0.9826。2013 年 12 月 27 日，否极泰基金绝大部分仓位只有贵州茅台一只股票，基金净值为 0.3509 元。14 个月时间资产净值跌去 64%，同期贵州茅台股票下跌 45%。

2013 年 9 月 2 日，贵州茅台开盘时大幅跳空低开，跌破技术图形“头肩顶”颈线位，大成交量地下跌 10%，引起茅台股票投资者极大恐慌。次日，董先生在博客中放言：“如果你不敢藐视市场先生，如果你没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有绝对的自信和对投资对象绝对的了解，你就不适合作投资。今天我很自豪，我感受到某种投资家的气质，善于研究基本面可以成为好研究员，但不一定能成为投资家，杰出的投资家真正的核心在于在排山倒海式的崩溃面前对常识的确定坚信。”董宝珍有此坚定心态绝非随意胡言。他数年来竭尽全力研究白酒产业，关于白酒行业和贵州茅台的调查和研究的笔记就有 30 万字之多。有几个投资者能做得如此细致？

我相信，贵州茅台股票物超所值，即使董宝珍首次融资买进贵州茅台，当时的股价也是不贵的。我也希望否极泰基金能取得最后的成功。然而，面对账户资产快速地大幅缩水，还有可能毫无理由地继续大跌，甚至最终爆仓破产，这种心理压力可不是一般投资者能够承受的。投资者若没有亲身体验过，可能还是不能够很好地体会这种恐怖心态。我把这种心态比喻为：兵临城下时的帝王心情。在艰难的时候，有网友这样给董宝珍留言：“董宝珍在正确的道路上做了错误的事情。希望你能够挺住，否则未来的超大机会将与你无关。”

2014 年，贵州茅台开始大幅上涨，2014 年 7 月 25 日，否极泰基金净值回升到 0.6066 元。过去的一年多，我一直关注着董宝珍先生。我发现，不论茅台股票大跌，还是大涨，董先生的心态都没有什么变化，他一直在作自己的研究，发表自己一贯坚持的言论。我想，这种品性是包括我在内的绝大多数投资者都不具备的。如果要融资，请先好好地想一想，一旦失败会有什么后果？

融券

融券是指投资者向证券公司借股票用于卖出，如果股票价格下跌，投资者就可以低价买回股票归还给证券公司，从而赚取价差收益。看似简单，其实融券的风险要远远高于融资。一只股票可以无限地上涨，而下跌是有限的，最多只能跌到零。

沃伦·巴菲特曾在伯克希尔股东年会上说：“查理和我过去在上百只股票上有过做空的想法，如果我们实施了，我们可能已经变成了穷光蛋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泡沫的演化基于人性，没有人知道什么时候它会破裂，或在破裂之前它会膨胀到多大。”

我要补上一句：“投机者如果在泡沫破裂后开始做空，但是泡沫还可能会再次修复，甚至膨胀得比前次更大，则投机者的结局不是亏死就是吓死。”

如果说，沃伦·巴菲特缺乏做空经验，他不行不代表别人也不行，那我们来看看量子基金创始人之一的吉姆·罗杰斯。吉姆·罗杰斯作为乔治·索罗斯的搭档，做空投机的经验可谓丰富。他在《热门商品投资》一书中写道：“在我的生活中，我卖空过很多昂贵的东西，结果只看到那些东西变得更贵。我在 1970 年以 48 美元的价格卖空大学电算股票，等它下跌。结果它的价格继续上涨，我继续补仓卖出，达到 72 美元时停止了补仓。大学电算继续上涨到 96 美元（首次卖出的仓位亏损 100%），随后垂直跌落到 2 美元。我没有勇气和钱坚持运作我深信价格过高的股票，我疲惫不堪。”

根据我的观察，过去 20 年期间，股票市场很多一文不值的股票仍然长期被以很高的价格交易着。如果你融券卖出，它即使不涨，但也不跌，不出十年，你的资金就会被融券的利息全部吃掉。

股指期货

股指期货合约是以股票指数为标的的赌博游戏。所有的买入和卖出的投资者在期货合约到期后都要平仓（即买者卖出，卖者买入）。平仓后盈利和亏损之和为零，再扣除交易费用后，全体投资者作为一个整体是亏损的。

股指期货被宣传为风险对冲工具，真是这样吗？举个例子来说，读者就会明白。

投资者持有若干股票，并假设这些股票的涨跌幅度等同于指数的涨跌幅度。如果指数下跌，投资者手中的股票也是下跌的，账面就发生了损失。但是，若投资者同时持有和手中股票等值的股指期货卖出合约，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么这些合约就可以在指数下跌中获利，从而对冲了股票下跌的损失。这样的宣传实在太主观了。如果指数没有下跌，而是上涨了，投资者的股票也上涨了，但是，持有的股指期货卖出合约却亏损了，那就等于没有盈利。这样，不论股市下跌或是上涨，投资者在忽略交易费用后都不会有亏损或盈利。其实，投资者干脆离开市场，也能达到同样目的，还不需要付出交易费用。

利用股指期货合约成功地对冲风险，要以能够准确预测股市行情为前提。而这个前提是主观的想法，我多年的实践经验证实了这个前提是不存在的。

股指期货可以作为长期跟踪市场平均收益的工具吗？

投资者长期持有股指期货买入合约，在合约到期前卖出，立即买入更远期的合约。这样，投资者的收益率就可以近似于股票指数。从超长期来看，指数都是上涨的，投资者长期持有股指期货买入合约就能获利。这个方法不是一个好方法，因为股票指数不计入成分股红利，指数涨幅低于构成指数成分的所有股票的整体收益率。

如果要跟踪指数涨幅，最好的方法是购买指数 ETF 基金。ETF 基金严格模仿股票在指数中的权重进行投资配置，并且其管理费率在所有类型的股票型基金中是最低的，加上每年的红利收益，投资者的收益率非常接近于计入红利的市场总收益率，但要高于没有计入红利的指数名义上的涨幅。另外，ETF 基金无限定期限，投资者买入后不需要卖出，避免了累计金额颇为可观的交易费支出。

沃伦·巴菲特认为，股票期货、期权交易应该被取缔；彼得·林奇讲过，他同意沃伦·巴菲特的观点；我说，股指期货是赌博者的天堂，它可以为证券期货公司创造很大的手续费收入。

总结

当前，国内证券公司的融资利息成本约 9%，融券利息成本约 11%。两个利息成本都远高于通货膨胀率。融资融券最长期限为半年，也就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，投资者的融资仓位持有一年最少要买卖各两次，支付总计1%的交易费（融资融券交易手续费高于自有资本交易手续费），每年融资成本高达10%，融券成本为12%，投资者一开始就处于不利地位。美国股票过去一百多年的名义年化收益率约10%，如果投资者的投资收益率等于市场平均值，则收益只能全部用于支付利息，投资者的融资仓位只是承担了高风险，自己无法盈利。只有超出市场平均值的那部分收益，才是剩余的利润，风险收益比是非常不利的。

股票价格没有最便宜，只有更便宜；没有最昂贵，只有更昂贵。地板价下面有地下室，地下室下面有地狱，地狱还有十八层。**我们根本不可能知道哪里是真正的底部和顶部，所有的底部和顶部都是在事后才被发现的。**融资融券者都抱有快速致富的强烈愿望，很容易轻率地运用杠杆，在市场反向运行之后，导致心理严重失衡。不论操作是否正确，以此心态做股票，必败无疑。

2013年，贵州茅台和招商银行是我最重要的持仓，当年这两只股票都大幅下跌，由于我没有融资，更不会去融券，我一直安心地持有它们，我的心情根本没有受到股票大跌的影响。2014年上半年，贵州茅台上涨后，账户很快扭亏为盈。如果融了资，面对资产的下跌速度快于股票价格的下跌速度，甚至投资账户接近破产边缘的局面，我绝对不会这么洒脱，一定寝食难安；如果融了券，随时可能出现的反转又会使账户资金损失殆尽。

在以上几种金融衍生品中，融券不仅费率更高，风险也最大，我的态度很坚决：根本无须在此浪费精力。对于融资，我采取保守态度。融资行为的必备条件是：融资者至少经历过一个完整的大型牛市熊市周期，必须具备丰富的投资经验，必须绝对确定拟投资标的是十年一遇的超低估值且有超低风险，宏观、微观环境没有不确定因素，投资者还必须能够承受一旦投资失败带来的打击。总之是综合了罕见的天时地利人和的有利因素。这个前提是非常苛刻的。即便如此，我建议融资者建立融资仓位还是应该以分步的方式进行，最高杠杆比例最好不要超过30%，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，别忘了考虑融资费率。

金融衍生品远远不止以上这几种，包括即将上市的期权品种，它们的共同特点是高风险低收益。所谓的高收益是高杠杆带来的假象。为了增加佣金收入，经纪商做宣传时都喜欢强调超额收益，对风险总是轻描淡写一笔带过。金融衍生品是一把双刃剑，运用得当可能带来超额收益，但也承担着更高的风险。有近160年历史的雷曼兄弟投资银行已经被金融衍生品击毙，曾经是全球第一大市值银行的花旗银行也差点死于金融衍生品之手。对所有的金融衍生品我们都应该采取保守谨慎的态度，只有这样，才能保证我们在投资生涯中笑到最后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

股票分析范例

本章的范例，我不选择过去已经成功的投资案例。因为已经事过多年，对当时的思绪进行回忆总会有遗漏和错误；并且，结果已经明了，案例选择太容易了；甚至，受已经明了的结果影响，案例表述也容易有不自觉的、非故意的添加和掩盖。于是，我选择当前的投资组合作为本书的投资范例。本篇中，我将对该投资组合的选股思路进行详细表述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 中国神华

市场错杀凸显价值

煤炭价格自2010年年末见顶后步入下跌趋势，至2014年第一季度，煤炭行业由高收益跌入盈亏平衡点。煤炭股票指数自2011年1月至2014年4月暴跌68%，而同期沪深300指数仅下跌31%。同期中国神华股价也大跌41%。然而，2010年年末至2013年年末，中国神华2013年净利润反而增长23%，按2014年6月底股价14.54元计算，市盈率仅6.3倍。中国神华股价大跌的原因有两个：一是股市整体下跌，重心下移；二是煤价大跌，行业经营困难，市场把中国神华等同于纯煤炭公司。确实，中国神华肯定也要受煤价大跌的影响，其2013年净利润同比下降6%，2014年第一季度净利润同比下降10%。但是，市场忽视了，中国神华的发电业务可以对冲采煤业务，铁路运输业务几乎不受煤价的影响。

2013年，中国神华各项业务主营利润占比如下：煤炭50%、发电26%、铁路20%、煤化工2%、港口2%。

2014年第一季度，煤炭行业进入盈亏边缘，继续下跌空间已经封死。中国神华煤矿煤层浅，成本低，毛利率相对高，仍然处于盈利状态；煤价越便宜，采煤业务盈利越低，发电业务原料成本也越低，从而盈利越大，因此中国神华的发电业务高收益可以对冲煤炭业务损失；铁路运输成本远远低于公路运输，竞争力超强。作为新企业，公司铁路业务历史包袱小，利润高。更重要的是，2014年4月，国家发改委通知，公司控股的准池铁路开通运营后，货物运价实行市场调节。铁路运价市场化改革由此迈出了实质性一步。中国神华的核心竞争优势体现在：公司的采煤、运输、发电、煤化工一体化综合经营，具有决策执行快、中间费用少、成本低的特点。事实上，中国神华的各项业务都是各行业中的佼佼者，体现在毛利率都处于各行业中的最高水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2011 年 7 月 27 日，《人民日报》头版刊登《看神华如何创造神话》一文，称中国神华“百万吨死亡率世界最低，全员工效世界最高”。当然，这也得益于中国神华拥有优越的先天资源条件——“优质整装煤田，利于大规模机械化开采”。

煤炭采掘行业在高峰期平均净资产收益率约为 24%，至 2013 年下跌了 18%，同期中国神华的净资产收益率下跌了 4%，下跌点数仅为行业平均值的 1/5。2014 年，煤炭行业净资产收益率下跌 6% 就将进入盈亏临界点，估算中国神华下跌 2% 以内，仍然有 15% 的净资产收益率。假设宏观经济全面衰退，煤炭行业经营更加困难，全行业亏损严重，保守预计，中国神华仍然能保持按 2013 年年末净资产为基数计算的 10% 以上的收益率。我估算，以现在的净资产价格投资中国神华将获取不低于 10% 的收益率。

清晰测算：年化收益率不低于 10%

接下来，我将对投资中国神华的预期收益进行更加清晰的、读者也更加容易理解的测算。

首先，必须确定中国神华的生命周期。2013 年年末中国神华资源量：中国标准下煤炭资源量为 250 亿吨，可采储量为 148 亿吨；JORC 标准下煤炭可售储量为 87 亿吨。按 2013 年产量 3.18 亿吨计算，按中国标准可开采 46.5 年，按 JORC 标准可开采 27 年。取保守的 JORC 标准，如果产量不变的话，中国神华的开采、运输、发电、煤化工的生意模式可以持续 27 年。

当然这要有一个前提，也就是煤炭的能源价值不会被新能源取代。依据是：火电虽然有环保劣势，但是随着科技发展，煤炭利用效率会提高，污染会下降；煤炭的低成本优势是除水电以外的其他能源难以匹敌的，而水电的资源规模很有限；我国其他天然能源蕴藏量少，只有煤炭在数十年内能自给自足，不会受潜在的其他国家制约；风电、太阳能等一些可再生能源的成本虽然逐年大幅下降，但相对于矿物能源仍然太昂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贵，目前依靠国家补贴后投资收益仍然很低，投资规模很有限，未来 20 年是否可以取代矿物能源不见得乐观。因此，煤炭作为主要能源在 20 年内难以改变。虽然如此依据并不是很可靠，但也别无他法。

结论是：中国神华公司在未来 20 年内原材料确定、产品销售确定、经营利润确定，其 20 年的生意模式也是确定的。

2013 年，煤价大跌，行业经营困难，煤炭上市公司平均净资产收益率为 6%，中国神华在合理的财务杠杆下（多年来负债率都保持在 100% 以内），仍然取得了 16.8% 的净资产收益率，派发 40% 即每股 0.865 元的股息（已扣除 5% 红利税），再保守地取未来 20 年煤炭行业持续零利润，中国神华每股收益下降 15%，税后股息扣除 15% 为 0.735 元，按 2014 年 7 月分红后的股价 14 元计算，20 年内可以依靠分红收回投资成本㊀。请注意，这笔成本不是靠 20 年后分红一次性拿回，而是逐年回收的，投资成本的平均回收年限是 10 年。由于能源是实体商品，假设其价格波动等同于通货膨胀率，公司的收益和分红也跟着通货膨胀率同等波动，因此收回投资成本的预期已经扣除了货币贬值因素，即分 20 年收回的投资成本不是指现在的投资金额，而是这笔钱的实际购买力。

期间，公司留存利润比分红多，这笔钱可能用于购买煤炭资源（收购利益取决于收购时机与价格，投资者无法把握），建设铁路、发电厂，扩大煤化工产业，从而继续现有的生意模式；也可能切入其他能源领域；甚至可能投资于其他不相关领域（跨领域投资风险很大，但这不是投资者可以左右的）。20 年后中国神华的每股净资产将累积到 37 元（未计算再投资的复利），公司以什么样的生意模式持续经营下去决定了中国神华股票是折价交易还是溢价交易。如果届时中国神华的生意模式不合我意或是我无法理解，我可以选择退出，届时其股票的市场价值，加上所获红利的再投资利息就是原始投资的总收益，年化收益率大约在 10%。

㊀ 中国神华自 2010 年年末以来，每年派息率为 40%，并且已经在公司章程中明确：派息率不低于当年净利润的 35%，并优先以现金形式分红。因此，红利收益是有保障的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然中国神华 20 年后的经营模式我无法确定，但是一家公司可以被预测出 20 年的经营模式还是相当难得的。按以上最保守的测算，这笔投资仍然远胜过银行储蓄。

可变的影响因素

当然，投资不可能绝对无风险。这笔投资实际的收益有可能会更高，也有可能更低。它受到以下不确定因素的影响。

正面因素有：

（1）煤炭行业长期无利润几乎不可能，如果企业处于无利润状态，自然会减少产出，煤价就会上涨。于是，中国神华的煤炭业务利润会提高，发电业务利润降低。由于中国神华的煤炭业务规模远远大于发电业务规模，因此公司的实际收益率应该提高。（根据市场规律，这一点确定性最高。）

（2）大宗商品价格总会有周期性大幅波动。特别是 2014 年第一季度煤炭行业进入亏损边缘，未来数年煤炭产出相对于需求的增速应该会下降，不排除未来 20 年内煤价因供不应求而出现一波大幅上涨的过程，中国神华股价也会有一波炒作过程。那是一个理想的大幅获利退出的机会。

（3）2008 年 12 月，中国神华的控股公司神华集团成为世界上首家掌握百万吨级煤直接液化关键技术的公司。煤制气、煤制油、煤制烯烃，这些世界尖端的煤化工技术，已经被神华集团一一攻克。如今，中国神华的煤下游产品包括汽油、柴油、石脑油、乙烯、丙烯等，基本覆盖了石油化工的主要产品。而目前中国神华煤炭深加工业务只占公司主营利润的 2%，还有提升空间。不过，煤炭深加工业务大量消耗水资源，也限制了产业的发展。

负面因素有：

电力行业非市场化，上网电价由国家制定。而通货膨胀是经济常态，发电厂经营成本也是逐年上升的。如果上网电价不允许上调，或上调幅度无法覆盖因通胀增加的成本，则将导致发电业务盈利能力下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他因素有：

（1）随着国家经济发展，能源需求也越来越大，煤炭开采规模也会更大，每股收益也更高，依靠分红收回投资成本的期限会提前。当然，这一点我也不敢确定是好事，因为27年的煤炭储量也会大大地提前开采完毕。另外，过度开采也很容易造成产能过剩，降低煤炭价格，造成股东资源的浪费。

（2）留存收益再投资可能产生新的收益，也可能亏损，拖累总收益。以我对国内上市公司投资项目的观察经验，海外收购项目亏损概率大。比如，兖州煤业在行业景气高峰时花高价收购了澳大利亚煤矿，煤价大跌后亏损严重；中国平安在金融危机前收购比利时富通股权，结果巨亏98%。而国内主业再投资项目则盈利概率大。目前中国神华的在建项目和拟投资项目大多属于国内煤炭行业的上下游项目，因此再投资的影响力偏于正面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节 招商银行

年报解读

2013 年招商银行主要经营数据仍然处于稳健状态：存款总额增长 10%，贷款总额增长 15%，净利润 517 亿元，同比增长 14%；净资产收益率 23%，同比下降 2%；总资产收益率 1.29%，2012 年同期为 1.33%；不良贷款率 0.83%，同比提高 0.22%；不良贷款拨备覆盖率 266%；资本充足率 10.85%，一级资本充足率 9.06%。

2013 年招商银行其他经营成果及数据如下：

信用卡业务、私人银行业务规模居行业第二，仅次于工商银行，并且在行业中都是最先盈利的。但招商银行的资产规模仅为工商银行的 1/5。连续 4 年独揽英国《金融时报》主办的全球私人银行奖项——“中国区最佳私人银行”。信用卡交易额增长 43%，其中金葵花级及以上贵宾客户增长 17%，私人银行客户数量增长 31%。个人经营性贷款增速同业中居首，不良率为 0.60%，低于招商银行整体不良率。零售网上银行方面，网上银行替代率为 89%，同比提高 3%，网上交易笔数、金额皆同比提高 29%。手机银行基数小，主要经营数据同比翻数倍。对公业务一直是招商银行的短板，2013 年实现突破，对公理财增长 137%。国际业务中，跨境人民币结算、外汇买卖、国际保函、国际保理、福费廷五项业务发生额同比翻倍。

2013 年招商银行主要子公司经营数据如下：

永隆银行主要业务收入同比增长 20%；招银租赁净利润同比增长 33%，净资产收益率为 17%；招商基金净利润同比增长 18%，净资产收益率达 21%。

乍一看，以上经营成绩各项业务全面开花、高速增长，但实际上，招商银行的主要利润来源仍然是传统贷款业务。其他业务依然处于培育

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状态，并不能带来多大的利润。下面，我将以投资的角度对这些数据进行分析解读。

存款总额增长10%，仍然超过货币供应增长速度，说明了2013年热销的各种货币基金仍然不能对招商银行有实质性影响。净资产收益率、总资产收益率、不良贷款率都有负面发展，这是受到宏观经济影响，整个银行业都这样。总体上看，招商银行的这些经营数据仍然处于优秀水平。净资产收益率代表股东的实际回报率，招商银行的净资产收益率和民生银行、兴业银行一起同处于中小股份制银行的最高水平。净资产收益率指标有一个缺陷，那就是公司可以通过提高负债率从而提高净资产收益率，但也会同时提高经营风险，因此在银行业中，总资产收益率最能代表银行的真实盈利水平。招商银行的总资产收益率为1.29%，仍然大幅领先于中小股份制银行。

对于不良贷款率，我有一个问题百思不得其解。招商银行的存款利息成本最低，贷款利率也最低，按道理说，不良贷款率也应该是最低才对。而实际上，招商银行的不良贷款率一直处于中小银行的中游水平，这与贷款的低风险偏好完全不符。思索很久后，我这样理解：在正常经济环境下，风险并不一定会发生，高风险贷款也常常能够正常回收，因此招商银行贷款的低风险优势不能够在账面上以相对性数据表现，只有在危机发生后，贷款风险偏好对银行财务的影响力才能够真正显现出来。2013年经济环境不好，银行业的不良资产呈现增长势头，招商银行的不良生成率是0.66%，在中小股份制银行中处于最低水平。这一点，成为我做出如此解答的依据。确切的答案则要等到危机发生才能揭晓。

存款结构优势（核心竞争优势）

2004年，中国银行业的同质竞争激烈，所有银行都在追求大客户。招商银行率先进行一次转型，重点发展零售业务。至今，招商银行个人客户基础扎实、信息技术（IT）平台最先进、服务最优，从而带来在中小银行中占比最高的零售存款。不论在任何行业，成本低廉都是最大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竞争优势。银行业中，低成本率意味着不必扩展高风险、高收益的贷款，便可以获得与同行相同的净息差。

近几年来，招商银行的低成本优势还在不断增强。以活期存款在总存款中的占比为例：2010 年，招商银行占比为 55%，兴业银行占比为 53%，民生银行占比为 45%，浦发银行占比为 48%；2013 年，招商银行占比为 51%，兴业银行占比为 42%，民生银行占比为 35%，浦发银行占比为 35%。由于货币基金等短期理财工具的发展，活期存款占比呈现下降趋势，但招商银行仍然保持在 50% 以上，并且与竞争对手进一步拉开了距离。

依据 2013 年年报，全部上市银行的付息率数据见表 3-1 所示（浦发银行未公布平均值）。

表 3-1　全部上市银行 2013 年付息率数据

（单位：%）

银行名称	总计息负债的付息率	存款付息率
农业银行	1.91	1.74
建设银行	1.98	1.89
工商银行	2.05	1.98
中国银行	2.45	2.16
招商银行	2.3	1.88
中信银行	2.55	2.20
宁波银行	2.58	2.12
华夏银行	2.73	2.18
北京银行	2.89	2.14
光大银行	3.14	2.51
平安银行	3.14	2.39
南京银行	3.15	
兴业银行	3.16	2.19
民生银行	3.16	2.3
交通银行	2.56	2.14

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上数据表明：招商银行总计息负债的付息率、存款付息率都在中小股份制银行中位于最低水平；存款付息率仅高于农业银行，显示了其强大的“零售银行”属性。农业银行的成本优势是依靠计划经济时代遗留下来的网点分布优势，招商银行的成本优势是在长期的竞争中脱颖而出的。谁的模式更加可靠，无须多说。但是读者应该注意，不能仅凭负债成本这个单一指标排名对银行进行评价。

2013 年 5 月，穆迪将招商银行的长期外币和本币存款评级从 Baa3 上调至 Baa1，并将招商银行的短期外币和本币存款评级从 Prime-3 上调至 Prime-2；与此同时，穆迪将招商银行的个体银行财务实力评级/基础信用评估（BCA）从 D +/ba1 调整为 D +/baa3，所有评级的展望均为稳定。穆迪副总裁、高级信用评级主任郭书岑认为：招商银行强大的零售业务有助于其吸引成本较低的存款，在中国银行业对存款的竞争日趋激烈的情况下，这将成为越来越重要的优势；招商银行的中间业务优于多数中资银行，可在利率进一步市场化对利润率产生压力的情况下支持该银行的利润。招商银行的流动性强劲，表现在流动资产较高，而对具有市场敏感性的资金的依赖程度较低，使之可以相对轻松地应对国内货币市场不时发生的紧缩情况。

前瞻的服务理念

招商银行是国内唯一一家特别强调服务理念的商业银行。这和我对银行发展的理解完全相同：服务是立行之本，银行本来就是服务性机构。

田惠宇 2013 年 5 月出任招商银行行长，首次亮相招商银行全国分行行长年中会议就表示，这个服务，是超越于服务态度的大服务概念，是升级版服务。“这种升级，是从人性化向专业化、从大众化向个性化、从资金提供者向资金组织者、从支付结算平台向现金资产管理平台的升级。一言以蔽之，是由融资向融智的升级。”他进一步指出，“招商银行要营造前台为客户服务、中后台为前台服务、管理为经营服务的文化氛围。”

2014 年 5 月，一向低调的田行长任职满一周年时接受记者采访时说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“2013年年中，招商银行提出以服务为主线，推动“二次转型”，基于几方面的考虑：一是服务是招商银行立行之本、能量之本，未来招商银行要再造优势，仍然要依靠这个本源；二是商业银行回归本质，最朴素的理念就是做好服务。服务是纲，纲举目张，抓住服务这个牛鼻子，“二次转型”就能够实现。服务二字看似简单，但不仅仅关乎服务态度，更倚重服务能力和服务效率，背后须有专业的风控流程，快速响应客户需求的能力等作为支撑。

“为谁服务？实质是客户定位问题，招商银行从来都是一个追求特色的银行，没有想过通吃所有客户，无论是资源的有限性还是自身禀赋的独特性，都决定了我们必须聚焦一部分客户做深做透；服务什么？实质是业务定位问题，即用什么为客户服务，这就需要明确自身有什么产品，特点、重点是什么，怎么形成相应的专业能力；怎样服务？实质是服务方式问题，要改变单一产品、一个风控模式套用所有客户的做法，在细分客户的基础上，对客户实施分类管理、分层服务。”

股价错估

招商银行于2009年提出以“管理革命”为核心内容的二次转型，目标是：以最小的资本消耗，实现盈利最大化。而实际上，招商银行的净资产收益率并不能脱颖而出。市场因此得出结论：招商银行的二次转型雷声大雨点小，没有效果，转型都这么多年了，和别的银行没有什么区别，甚至净利润增长幅度还远远落后于民生银行、兴业银行。市场给予招商银行的估值，也从市净率相对性最高，跌落到如今的略高。我对这个观点持不同意见，并且利用市场对其估值降低的好机会增加了投资额度。二次转型不是比速度，按田惠宇的话说，必须在彻底市场化条件下，经历一个完整的经济周期才能对转型效果下定论。

我是这样看的：

（1）过去数年，民生银行、兴业银行都进行过高溢价融资，大幅提高了净资产，因此净利润增长幅度也大。招商银行的融资量要小得多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近的一次融资是2013年9月，尚不能对2013年业绩构成明显影响，而此前的融资要追溯到2006年增发H股。

（2）招商银行的负债率与民生银行、兴业银行相比最低，杠杆收益低，但同时承担的杠杆风险也最低。

（3）招商银行在国内新兴金融业务（信用卡、私人银行等）投资最大、发展最快，但这些业务在发展初期，盈利能力要远远弱于传统贷款业务，拖累了资产收益率。

（4）2008年，招商银行以1.9倍的净资产溢价收购了香港永隆银行全部股权。永隆银行拥有香港全部金融业务牌照。长期来看，收购永隆有利于招商银行快速切入国际业务，减少国际化进程的时间成本，与国内业务形成协同效应，加大资源利用率，增强资产收益率与抗风险能力。但短期来看，这笔高溢价收购案不仅降低了自有资本，拖累了国内业务发展，并且因国内业务利润率更高，从而造成了机会损失。

正是以上四个短期因素造成了招商银行业务规模发展减缓，但是，这些短期的负面因素并不能弱化招商银行的竞争力。衡量商业银行最好的指标是总资产收益率，重要指标是净资产收益率。招商银行这两个资产收益率指标能稳定在第一梯队已经不错了，其优秀性没有弱化。

风险评估

（1）行业风险。近年来，随着互联网金融兴起，市场不禁有了一种担心——银行业被金融脱媒颠覆掉，成为新世纪灭绝的“恐龙”。所谓金融脱媒，简单说就是资金绕开商业银行这个中间媒介，在需求者和供给者之间直接输送。

其实，金融脱媒不是新鲜物，我们已经熟悉的股票市场、债券市场、货币基金、电子商务都属于金融脱媒。前两年时兴的通过网络媒介直接借贷模式因为出现严重信用问题，所以如今也很少有人再提起。在美国，股票、债券已经存在200年，货币基金（含余额宝类产品）也有近百年历史，都没能撼动商业银行的地位，具体的因素对投资者来说是次要的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也很复杂，没必要搞得一清二楚。我这里简单说说：金融脱媒业务的资金会以各种存款形式回流银行系统；金融脱媒为银行创造了许多新业务；金融脱媒有利于银行管理风险（如发行理财产品）；等等。

柯达公司曾经是光学影像行业的巨无霸，拥有强大的研发能力、优越的产品、高额的利润，可是，随着数字摄影技术的迅速发展，柯达的巨大固定资产快速沦为废品，从而被新兴技术颠覆。我认为，银行的主要资产是货币，因此具有灵活的转向能力。原有的业务面临淘汰，资源可以迅速向新业务倾斜，而不会留下包袱，这是银行业生命力的核心。这一点，与拥有巨额固定资产的工业企业截然不同。近年来，传统商业银行都是沃伦·巴菲特的第一重仓行业，他可没有担心银行业的被颠覆问题。

（2）利率市场化风险。利率市场化肯定会提高银行的利息支出成本。2012 年 6 月，利率市场化初步试水，储蓄收益允许上浮 10%，贷款利率同样可以上浮。一年多过去了，从资产收益率指标来看，银行没受影响。考虑到利率管制总会全面放开，终究会有影响，又考虑到银行的贷款业务供不应求，贷款利率上浮至少可以部分对冲储蓄利率上浮。总体影响的幅度有多大？现在还不能精确评估。由于银行的净资产收益率已经很高了，即使下降 5%，仍然高于众行业的平均收益率。转换银行是一件麻烦事，大多数人都不喜欢转换银行，因此，各家银行都有自己相对稳定的客户群体，竞争性弱于其他行业，储蓄利率价格战不会无限制。从发达国家、地区市场看，利率早已市场化，银行的危机都是从事高风险业务和宏观经济问题综合作用的结果，而不是利率市场化的结果。

（3）房地产泡沫风险。建筑业贷款一直是国际公认的高风险贷款。特别是在中国，十几年来房地产高歌猛进，积累了巨大的泡沫，房地产业贷款的风险更大了。招商银行的房地产贷款总额占公司贷款总额一直控制在 5% 以内，为行业最低，低至行业平均值的一半，招商银行也是唯一一家公布地方政府平台贷款余额的上市银行，近几年来保持在 6% 的低水平。可见，招商银行对贷款的风险是相当重视并保守以待的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个重要的房地产相关业务是个人住房贷款。招商银行个人住房贷款占比 19%，为行业最高。我认为，普通家庭对住房考虑最多的是居住价值，而不是商业利益。即使经济衰退收入减少，房价又大跌，一般也会节衣缩食想尽办法把贷款还上，以免得居无定所。因此，个人首套房贷款的风险是很低的，至于二套房贷的风险则要高许多，但银行会要求提高二套房的首付比例作为风险补偿。按常理，首套房贷的占比应该最大。招商银行二套房贷占比数据无法得知，但从招商银行的低风险经营风格看，应该不会太高。因此，个人住房贷款风险远小于房地产公司贷款风险，甚至会小于其他类公司贷款风险。从香港的经验来看，20 世纪 90 年代香港房地产崩盘，个人住房贷款不良率也仅上升到 2% 左右。

（4）经济衰退风险。宏观经济衰退，对全银行业肯定会有很大的影响。2013 年，招商银行贷款及垫款总额达 2.2 万亿元。假设不良贷款率高达 7.5%，并且其中的 30% 最终成为坏账，那么实际损失为 495 亿元，这是招商银行的盈亏平衡点。如果出现这种局面，高额的拨备就会使得账面数据相当难看，亏损严重。但是拨备不是真正的损失，危机过后，这些过度的拨备额就会以利润的形式返回账目。如果不良贷款率达到 8%，公司就会出现真正亏损。不良贷款率达到甚至超过 8% 的概率有多大？这要看宏观经济的衰退程度、持续时间、公司的风险控制能力等多种复杂因素的综合作用力。我国商业银行未经历过这种事，无数据可供借鉴（20 世纪 90 年代的国有银行危机不是市场经济体制下形成的，不具有可比性），我也无法作出判断！这就是在当前投资中国银行股（含招商银行）真正的风险。

风险与收益的平衡

读者或许会问，既然招商银行风险这么大，为什么不等到危机发生后再作投资决定？这主要是股价的问题。目前，招商银行静态市盈率为 4.4 倍，仅为中大型公司市盈率的一半、小型公司市盈率的 1/5。市场价格已经给出了很高的安全边际，如果没有宏观上的风险，招商银行的合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理市盈率不会低于市场平均值。

举个例子。1990 年，投资者担心美国加利福尼亚州的经济衰退会导致房地产贷款的损失，而富国银行是加利福尼亚州银行中房地产贷款最多的银行。于是，富国银行股价大跌后，沃伦·巴菲特以静态市盈率 4.8 倍的价格买入富国银行股票，到了年底，富国银行又大跌 30%。他是这么评估富国银行的风险的："即使是房地产大跌，对于经营绩效良好的银行也不致造成太大的问题，我们可以简单地算一下，假若该银行所有的 480 亿美元借款中有 10% 在 1991 年发生问题，且估计其中有 30% 的本金将收不回来，必须全部转为损失（包含收不回来的利息），在这种情况下，富国银行还是可以盈亏平衡。" 1991 年，危机真的爆发了，公司半年报宣布提取大笔坏账准备金，意想不到的是，富国银行股价反而较沃伦·巴菲特的买入价上涨 60%。富国银行 1991 年提取坏账准备金后，净利润同比下降 97%，但全年大多时间的股价仍然高于沃伦·巴菲特的买入价，直至如今，富国银行已成长为美国的最大市值银行。如果沃伦·巴菲特在危机后再投资富国银行，成本将大幅提高。

我的意思不是说危机后招商银行股价会大涨，而是说，当前的股价已经包含了业绩大跌的预期，预留了承受一次至少是中等级别经济衰退的安全边际。

其实，房地产泡沫已经有十多年了，而且越来越大，我们不知道它什么时候会破裂，也无法精确预测房产崩盘对招商银行的影响力度。如果等一等，可能会买得更便宜，也可能会错过机会（只是价格合理而没有安全边际，我是不会投资的）。人的精力有限，知识结构也会有偏向性，能找到的一流公司就那么几家，再排除股价高估的，剩下的就更少了。如果错过了，再另找一家公司，即使是估值便宜许多的二流公司，风险反而也会更大。

2003 年 1 月，时任国务院总理的朱镕基在国务院会议上指出："我看外国的报刊，都在讲中国的泡沫经济已经形成，房地产过热，风险太大。我们银行的同志一定要意识到这一点……" 当时招商银行的市净率为 3.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍，市盈率为32倍。如果投资者担心房地产风险卖出招商银行股票，至今将错过280%的收益，而同期上证指数（指数的编制不含有股息）加上股息收益仅上涨50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节　贵州茅台

股价与基本面错位

2001 年，贵州茅台发行上市，至 2012 年，股价涨至 266 元历史最高价。按当年净利润简单计算，市盈率为 21 倍，对于一只成长型股票，算是便宜。问题在于，贵州茅台的消费市场不是一个正常的消费市场，营销模式也是低市场化的。因此，股价仍然脆弱，市场净化的不确定因素太大，21 倍市盈率没有足够大的安全边际，其股票至少不适合高比例仓位持有。

没想到市场净化来得这么快，2012 年下半年中央政府开始严厉反腐，限制政务消费，杜绝公款吃喝。常识告诉我们，茅台酒必然大量积压，利润必然大跌。事实上，2012 年第四季度，在白酒的消费旺季里，贵州茅台净利润环比下降 16%，股价持续下跌。2013 年 8 月底，贵州茅台公布中报：净利润同比增长 4%，为上市以来最低增长；预收账款下降 84%；销售费用增长 97%。众多媒体、投资者的情绪几乎是一边倒地看空贵州茅台，担心贵州茅台进入绝境。贵州茅台的股票价格继续大跌。

我对贵州茅台中报的理解恰恰是相反的：中报数据很理想！第二季度是白酒全年最淡销售季节，贵州茅台是酒类上市公司中唯一一家净利润环比没有下降的公司，每股收益还比第一季度高了 6 分钱。预收账款不重要，贵州茅台新的销售政策是不需提前打款，款到安排发货。销售费用暴增更不足虑：贵州茅台公司失去了腐败消费市场，肯定要走向民间市场、拓展销售渠道。原来销售费用基数极低，97% 的销售费用增长总金额仍然微小。我的结论是：禁止“三公”消费后，腐败消费不是慢慢下降，而是在 2013 年春节前一次性消失了。2013 年贵州茅台的销售业绩已经不含腐败消费，市场频繁炒作的论点“反腐对贵州茅台公司的长期影响”是个伪命题。2013 年上半年，茅台酒销量就是正常经济环境下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的销量底部。事实确实如此，茅台酒在下半年的消费旺季里持续热销，全年公司主营收入同比增长 17% 。

财报已经告诉我们，在严厉的政策压力下，贵州茅台净利润还在增长，市场却非理性地将其理解为即将大幅衰退。我的理解是：民间消费能力是有的。以往，部分茅台酒被官员、军队消费掉，民间每年都供不应求，经常断货。茅台酒价格下跌一半，不仅激发、填补了民间需求，也抢占了其他品牌白酒的市场份额。据我了解，民众担心的是买到假酒，而不是完全消费不起。随着防伪科技的发展，假酒越来越没有生存空间，真茅台酒销量会越来越好。

按常理，在成本不变的前提下，产品价格下跌比同等幅度的销量下降对净利润的影响更大。贵州茅台净利润为何不受产品价格暴跌影响？这里有一个特殊原因。过去十年，茅台酒零售价年年大幅上涨，2012 年，普通“飞天”茅台已经涨到 2000 元/瓶，而出厂价涨幅慢了许多，仅涨到 819 元。销售渠道出现了不正常的、罕见的暴利。此次零售价大跌挤压了销售商的利润，渠道利润率回归正常，而厂商利润不受影响。

2013 年年报，贵州茅台净利润同比增长 14% ，净资产收益率为 39% 。反腐败“造就”2013 年白酒行业危机第一年，也是茅台公司完全市场化元年。突遭断奶，贵州茅台公司销售战略积极进行市场化调整，依靠产品的高知名度和美誉度，民间消费完美衔接了腐败消费，2013 年贵州茅台净利润仍然保持了正增长。不可忽视的是，这个增长是在更高利润率的年份酒全面衰退的环境下取得的。年份酒销量雪崩，也是一次性地下降到底，不存在腐败消费因素了。年份酒（公司将其定位为奢侈品）依然是未来增长的潜在动力。

综合以上分析，本轮白酒行业的政策性危机没有对贵州茅台造成实质性影响。甚至，茅台酒销售从不正常的腐败消费市场转移到了正常的民间消费市场，市场净化的不确定因素消失了。因股票市场的恐惧，贵州茅台股价与基本面产生了背驰，为理性、细心的投资者创造了一个绝佳的安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业前景

白酒类股票暴跌以后，在网络上见到不少投资者对白酒行业长期前景的疑问：年轻人不爱喝白酒、喝酒不利于健康，白酒还有前途吗？市场地位会被葡萄酒取代吗？这些问题都很容易解答：年轻人的确以消费有奔放内涵的啤酒为主，但随着年龄增加，他们也会变得成熟稳重，与白酒的沉稳内涵相适应，更何况，特别是在北方，也有许多喜爱白酒的年轻群体；传统中医认为，酗酒有害健康，正常人群少量饮酒有益健康；葡萄酒以西方文化为主导，不可取代以中国文化为主导的白酒地位。

如果仅从现代营养学角度看，红酒含有抗氧化物质，长期少量喝红酒有益于心脏、血管等，这是西方科技的发现，而白酒的抗氧化物质没有被挖掘发现。近年，在国内食品研究领域领先的江南大学对茅台酒的研究发现，其含有的抗氧化物质远高于红酒。抛开这些争论不说，我个人这样想：白酒是粮食发酵酿造而成的，红酒是葡萄发酵酿造而成的，粮食的营养价值不会低于葡萄。

公司的盈利战略在于文化传导，碳酸饮料、洋快餐有害健康，但是销售这些东西的外国公司仍然在中国大把大把地赚钱，这都是因为其品牌与文化的强势。重读了近年新任茅台董事长袁仁国的演讲报告《茅台品牌传统传承与价值创新》，通篇文章不讲主营收入，不讲跨越发展，只讲品牌文化。袁仁国看得很远，品牌、文化才是企业的核心竞争力，主营业务发展是品牌文化附带而来的。

目前白酒行业的衰退是周期性行业产能过剩和政策性、一次性到底的市场萎缩造成，不是长期的行业危机。中国的传统节日需要白酒的相互赠予，中国男性通过白酒增进交往。我认为，白酒的口味已经融进了华人的基因，白酒是中国人际文化的附属物。白酒行业不会有激动人心的发展前景，但至少会安于现状。

总之，中国人有几千年的饮酒文化，白酒的历史至少也有数百年，不可能在数十年时间内轻易改变，高品质白酒的需求不会因社会发展而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减少。茅台的生命力能够与民族的繁衍生息共长久，至少在稳定的政治环境下，贵州茅台股权可以作为遗产代代相传。

彼得·林奇在《战胜华尔街》一书中写道："在选择投资领域时，我总是更青睐那些老气横秋的而不是欣欣向荣的行业。在一个即使有增长也是极为缓慢的萧条产业中，弱者出局而强者获得更大的市场份额。如果一家公司在一个停滞不前的市场上获得的份额持续增加，另一家公司在一个激动人心的市场上为避免份额减少而竭力挣扎，那么，前者的境况无疑要比后者好得多。"

股票估值

贵州茅台巨大的无形资产没有计入净资产，不适合市净率定价法；净利润全是现金，直接以市盈率定价最合适。对于成长型、成熟型、衰退型的公司，其股票的价格定位是不同的。一般以成熟型公司为基准，参考目前长期储蓄收益率 5%，市盈率定位为 20 倍以下（收益率 5% 以上）；成长型公司市盈率高于 20 倍，衰退型公司市盈率在 10 倍以下。对贵州茅台股票估值首先要判定公司成长性属于哪类型。

茅台酒作为最高端的白酒品牌，有稳定的高端消费群体，确定不属于衰退型公司。贵州茅台自 2001 年上市以来已经连续高成长了十余年，是否已经进入成熟阶段？我认为没有。

据贵州茅台官网公布的 2012 年茅台酒投放量名单中，贵州、北京、广东、河南、山东等省市分别位居前 5 位，53 度茅台供应量各为 1883 吨、1336 吨、614 吨、553 吨和 477 吨。其他各省从数百吨到十几吨不等。从上面数据看出，贵州省是全国的贫穷地区之一，但依据饮酒的传统习惯，消费量仍然超过富豪云集的北京 40% 之多。

这说明了，茅台酒并不是普通人喝不起，而是市场开拓远没有到位。茅台酒在 20 世纪一直是在计划经济体制下进行生产销售的，这十几年才走上市场化道路。但由于长期存在腐败消费，茅台酒长期供不应求，公司没有足够动力开拓民间市场，仍然是市场化程度最低的白酒企业。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们身边喝茅台酒的人多吗？我的答案是：很少。这不是投资者悲观的理由，相反，这是一个积极的信号。

在国内，只有各主要经济相对发达的省份茅台酒消费量超过贵州省，贵州茅台才算基本进入成熟期。国际销售方面还远远不足，2013 年开始，茅台开始加大了国际销售布局。公司现在的策略是从开发海外华人消费开始，然后逐步向当地核心消费圈渗进。

在 2014 年贵州茅台股东大会上，茅台管理层回答股东提问时说："茅台现在已经是蒸馏酒第一品牌，第二是法国白兰地，第三是威士忌，第四是伏特加，国际销售达到 30% 才能认定是世界品牌，目前只有 10% 左右，所以要扩大国际销售。原来定的是 2017 年左右达到 30% 的目标。"产能方面，茅台 2013 年产量高于销量 70%，也就是说五年后可供销售的酒提高 70%。产能年化增长率为 10% 左右，为未来的发展提供了支持。假如新增产量卖不出去，随着时间推移，价值还会递增，这个特点与其他工业品截然不同。

因此，贵州茅台还是一只成长型股票，市盈率定位应在 20 倍以上。取 2013 年贵州茅台每股收益 14.6 元计算，20 倍以上市盈率对应的股价应在 292 元以上。我们购买股票最好是比合理价格更便宜，比如，以 292 元的价格再扣除 30% 的安全边际（缓冲经济衰退等不确定因素导致茅台公司业绩下降对股价的影响），每股 204 元（292 元乘以 70%）的股价已经很悲观了。而现在，股价只有 156 元（2014 年 6 月 25 日每 10 股拆分为 11 股后，股价 142 元）。

更难得的是，贵州茅台财务相当安全，负债率仅 30%。低负债、低利息支出，这在经济衰退中具有很强的防守能力。由于垄断地位，款到发货，公司无应收账款。

核心竞争力

当然，财务报表只能算是浅层基本面，它只决定当前股价，不足以成为重仓理由。我高仓位投资贵州茅台的理由是因其独有的深层次基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，它是股票的长期投资价值的决定性因素。茅台的深层基本面在哪里？

（1）难以复制。无论是中日韩，还是欧美澳，都不可能有一家应用现代科技、投入巨额资金就能够开发出与茅台媲美的白酒的公司。贵州茅台公司由历史遗留下来的酿酒作坊发展而来，周恩来总理生前曾经建议复制茅台，茅台酒厂精选了优秀的酒师、工人，带着大批设备、原料和一箱子含有当地微生物的灰尘，来到距离茅台镇仅 100 多公里的山清水秀的遵义，经过 9 个周期 63 轮的试验，耗时 11 年，直到 1985 年宣布失败。这些严格按照茅台酒工艺生产的白酒只能被命名为“珍酒”。

（2）高端酒无竞争。茅台属于唯一的顶级酱香型白酒，具有稀缺性。而浓香型顶级白酒在五粮液、国窖 1573、洋河梦之蓝之间充分竞争。在 1000 元以上的白酒中，茅台处于垄断地位，其他品牌的白酒销量很小。

（3）贵州茅台拥有自主定价权，可抵御通货膨胀。高端垄断商品售价取决于供求关系，而供求关系取决于收入水平，民众收入越高，消费能力越强，则茅台售价越高。查理·芒格也说：“名酒产品有转化为地位象征的非凡能力，即价格越贵，饮用者感觉地位越高。”

（4）现代工业的任何技术都有可能被超越，而茅台不会有此风险。茅台酒生产遵循古法酿制，是前人不断推陈出新的历史积淀，也不需要投入巨额研发资金，排除了产出不确定的风险。

（5）高级形象代言人。周恩来、许世友对饮茅台的故事众所皆知，毛泽东、邓小平盛赞茅台。这些故事已经沉淀为历史，我们无法让伟人复生而改饮其他品牌白酒。近年，习近平与奥巴马对饮茅台。这些顶级人物无意间成为了茅台的形象代言人。同时，茅台还戴着国礼、国宴用酒、有机食品、酿造工艺非物质文化遗产等傲人头衔。我从未见过任何其他产品有如此高等级形象。

（6）高无形资产、轻有形资产。茅台酒原材料是粮食加赤水河水，一年酿造五年窖藏。中间的高利润主要是凭借无形资产赚取的，因此，市净率毫无意义。轻有形资产则固定费用低，少量的销售利润就可以支付固定支出（有形资产小，折旧少；酒窖不折旧、存货不贬值）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实，这几点都是老生常谈，但又如此重要，它构成了贵州茅台独特而又强大持久的核心竞争力，按沃伦·巴菲特思想所言就是宽阔的“护城河”。它可以长久保护公司的高收益率。

无地震之忧

虽然，贵州茅台同时具备了我的所有选股标准：高度安全性、成长性、低估值等，不过持有贵州茅台的仓位比重如此之高，我还是有一点担心：如果茅台公司被一场强地震摧毁了怎么办？虽然茅台可以重建，但是需要时间与成本。我赶紧查了一下我国的地震带分布，资料显示：茅台镇不处于地震带；20 世纪的 100 年里，中国只有贵州省、浙江省、香港特别行政区三个省区没有发生过地震。我终于放了心。

我高比例仓位投资贵州茅台的核心思想是其拥有又宽又深的“护城河”，能以如此优惠价格买入并持有贵州茅台股权或许是我投资生涯的终极选择。

振奋之余，我忍不住赋诗一首：

茅台美酒屋满香，
股权在握心更安。
不信坐等八年看，
一骑绝尘胜飞天。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节 其他股票

东阿阿胶

东阿阿胶的投资要点相似于贵州茅台，在于它悠久的历史文化“护城河”。东阿品牌至少有1500年的历史，南北朝时期陶弘景整理的《名医别录》曰：“阿胶，出东阿，故名阿胶也。”性味、功效为：“微温，无毒。主丈夫小腹痛，虚劳羸瘦，阴气不足，脚酸不能久立，养肝气。久服轻身益气。”阿胶原先用牛皮熬制，到了唐代，医家发现用驴皮更好，就改用驴皮熬制并沿用至今。不是茅台镇出产的酒都能叫茅台酒，也不是东阿县出产的阿胶都能叫东阿阿胶。东阿阿胶股份有限公司拥有国家级保密工艺、国家级保密配方产品，是“东阿”商标的传承者。

当代，国家食品药品监督管理总局把阿胶列入我国第一批“药食同源”的中药材，可药食两用，有别于其他中药企业的特点。普通药材有病才能用，阿胶没病也能用。东阿阿胶主攻“补血、滋补、美容”三个市场。我认为，阿胶的市场容量远大于纯药品。公司产品九朝贡胶、东阿阿胶、复方阿胶浆、桃花姬固元膏覆盖高中低档市场，至于今后几年发展如何，我不需要花精力过多关心，关心也没用。其股票投资价值的核心在于其拥有历史悠久的品牌，只要股票的买入价格合理，即使公司的短期发展不好，未来总会朝着好的方向修正，不会对投资者有致命性影响，

公司的缺点在于行业缺点。在我国，纯药品的销售机制市场化程度很低，不合理用药很严重。未来，医药类公司都要面临市场化改革的冲击。这个冲击可能对短期财务状况有影响，但不会影响到公司的核心竞争力。至于未来到底是多久，就难说了。

2011年1月，东阿阿胶股价最高为61.27元，市盈率高达69倍，至2014年6月底，股价大跌43%，市盈率回归到合理的18倍。而2010～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2013 年，东阿阿胶每股收益增长了 1.07 倍，三年多时间股价大跌的主要原因是股价过于高估。由于养驴效益不佳，近年来驴皮价格加速上涨，公司股票加速下跌。其实驴皮问题不是大问题，近年，公司产品多次提价冲抵了成本上升。驴皮稀缺问题是可以解决的，只要驴皮价格涨到一定水平，养驴有利可图，驴的存栏量自然会上升。为了带动农户科学养驴，公司已经建立了 18 个标准化养驴示范基地。虽然东阿阿胶市盈率为医药类股票最低，在我的投资组合中，其安全边际相对其他股票来讲不够大，但绝对而言，估值也是合理的，也算是个好的介入时机。目前，东阿阿胶的投资比例仅为 5%，如果以后有更好的价格，那么我就会提高对其的投资比例

东阿阿胶负债率极低，仅 20%，和贵州茅台相似。净资产收益率为 26%。

九牧王

九牧王上市不久，就碰上了行业危机。由于产能过剩、经济下行，服装业销售下降、存货剧增，男装类股票暴跌。行业危机是检验公司真实实力的试金石。2011 ~2013 年，九牧王的存货为 7.2 亿元、6.5 亿元和 6.3 亿元（占净资产值的 13.8%），至少已经不再继续恶化。2013 年，在已经上市的男装公司七匹狼、报喜鸟、杉杉、森马、美特斯·邦威（雅戈尔房地产收入超过 50%，不在对比之列）中，公司负债率 15.3%，为最低；2013 年净资产收益率 12%，2014 年第一季度净资产收益率为 3%，都为上市男装公司最高。

九牧王创立于 1989 年，专业生产男裤起家。男裤对细节要求严格，技术含量高。据中华全国商业信息中心对全国重点大型零售企业、商业集团的统计数据，公司在男裤市场占有率连续 14 年居行业第一。不是炒作品牌，而是对产品高品质的追求，使得公司在行业危机中受伤最小。

男装行业的消费者对品牌忠诚度高，虽然行业库存高企，仍不见价格战开打。降价不是公司脱困的好办法，这是行业有序竞争的保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九牧王2011年上市募资25.5亿元，至今累计使用15.3亿元，还有10.2亿元未使用。公司负债率极低，加上行业危机，净利润再投资风险大。因此，公司把利润分配给股东或是回购股份是最有利于投资者的做法。2013年年初至2014年7月，公司分三批回购了总计占公司总股本0.8%的股份，虽然数量有限，但总比不回购要好；公司2011~2013年净利润分配比例分别高达66%、61%、75%。我们不应该作出大比例分红是大股东套现的论断，最起码，现金分红对所有股东一视同仁。如果大股东要侵吞公司资产，可以有很多隐蔽手段。当然，九牧王上市仅三年，管理层是否真的正直诚信，还需要进一步观察。

九牧王是典型的家族控股企业，前五大股东都是林聪颖家族成员拥有的公司，合计控股78.54%。林聪颖坦言："九牧王能走到今天，与家族成员不计较报酬，不计较付出，共同发展的凝聚力是分不开的，当然未来关键是能够引进社会上的贤能志士来参与企业的经营和管理，这个企业才有未来。我们上市也是为了打破与国际化接轨的瓶颈和进一步淡化家族企业色彩。"确实，在企业创业初期，家族式管理制度有很大的优势。现在，能否成功建立职业经理人管理制度，是九牧王是否持续发展、能否创立国际品牌的关键之一。这需要进一步的观察。

杭汽轮B

深圳B股市场是20世纪90年代初国家外汇缺乏时创立的，因长期没有新股上市，规模小，成交量低迷，总体上看，B股的估值低于A股。

近十年来美元兑人民币处于贬值趋势，而港币又和美元汇率挂钩，港币对人民币也同等幅度贬值，我们不必担心港币继续贬值而造成汇率损失，因为我们购买的是内地上市公司的股票，是人民币资产，只不过是以港币挂牌计价。如果港币兑人民币继续贬值20%，而公司内在价值不变，则B股的合理挂牌价格也会相应提升25%，汇率风险就得到了对冲。只不过市场不一定会立即反应。

2013年杭汽轮B每股收益为0.87元，2014年5月底股价为7.8港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，市场按7.17倍市盈率定位股价。2014年港币兑人民币的汇率约为1∶0.8。若港币贬值20%，汇率变成1∶0.64时，公司每股收益为0.87元，折算港币为1.36港元，对应7.17倍市盈率的股价应该为9.75港元。公司分红预案是每股分红0.2元。B股投资者红利分配是按股东大会通过分配预案当日的汇率中间价换算的，按当前汇率计算是0.25港元；如果港币贬值20%，投资者将分得0.31港元。至少对长期投资者来说，汇率风险是不存在的。

杭汽轮是一家装备制造企业，这类企业与宏观经济周期紧密相关。公司主营业务为工业汽轮机设计制造，工业汽轮机又分为驱动汽轮机和发电汽轮机。工业驱动汽轮机是各类大型工业装置中的关键动力设备；工业发电汽轮机主要用于驱动发电机，并同时提供热能，应用于各工业部门的企业自备电站、区域性热电联产工程、城市垃圾电站等领域。

从杭汽轮公司年报和董事长聂忠海受访言谈中我得到以下数据信息：公司是国内工业驱动汽轮机行业的龙头企业，国内市场占有率一直保持在80%左右；公司依靠技术优势占领国内市场后，顺利进军包括美国高端市场在内的国际市场，在与西门子、通用电气、三菱重工的竞争中，依靠产品较高的性价比和更好的服务，国际市场占有率达到28%。杭汽轮的竞争优势在于领先的技术和低成本综合优势。但我们也应该注意，技术优势不是永久性优势。

杭汽轮目前的问题在于国内外宏观经济下行，固定资产投资减速。2013年净利润同比下降11%，负债率为81%，净资产收益率为16%，财务指标仍然健康。2014年第一季度净利润同比下降27%。股价半年来下跌30%，风险有所释放。杭汽轮单个产品总值大，一个季度少卖一台多卖一台对利润影响巨大，年度业绩的评估价值相对较大。

杭汽轮股票拥有隐蔽资产。成本法注重初始投资成本，对于受资企业的权益财务变动，投资企业不作调整；权益法注重受资企业的股东权益，只要受资企业权益变动了，投资企业也跟随调整。2004年和2008年，杭汽轮合计以39 095万元受让杭州银行股权，计11 559.32万股，只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有收到现金红利才根据成本法记入投资收益。2013 年年末，当初投资成本 39 095 万元现已达到约 147 290 万元净值，升值 108 195 万元，升值部分按杭汽轮总股本计算每股 1.43 元。公司按成本法计算，升值部分没有计入净资产。

京东方 B

京东方是国内唯一具有自主知识产权的液晶面板生产企业。2003 年，京东方收购了韩国现代集团的 TFT-LCD 业务，仅仅盈利了两年就连年亏损，只靠政府补贴才免于退市，让人惊讶的是，这样一个亏损大户竟然能够数次增发新股，融资建设高世代生产线，这是与国家战略分不开的。我国是面板需求最大的国家，然而面板绝大多数依赖进口。京东方每一条生产线投产后，三星、LG 等面板巨头就将其相应产品大幅下调售价，目的很明确，就是要将中国唯一自主的面板企业扼杀在摇篮里。2012 年第三季度，京东方在所有生产线全部投产后终于实现了单季盈利，第四季度盈利超预期，实现全年盈利。我相信京东方最困难的时期已经过去。

一家被国外产业巨头刻意绞杀而不死的企业未来会焕发出强大的生命力（这种特征在非科技行业会更有意义）。读了董事长王东升的《两种替代危机》，深刻感受到了京东方的危机感。古人云，“生于忧患，死于安乐”，我相信，危机感越强的企业，生命力也就越强。但是，顽强奋进的精神不是投资的理由，你可以拼搏，别人也可以。就像观看游行队伍的人们都踮起了脚尖，但最终的赢家只有凤毛麟角的芭蕾舞演员。曾经垄断全球通信终端的三强——诺基亚、摩托罗拉、爱立信，都走下神坛，而贵州茅台不需要多大的拼搏精神也可以持续地赚很多钱，这就是行业的先天差异。

面板行业是强周期、高投入、高风险的行业。该行业的缺陷是：技术的颠覆性太大，产品无品牌溢价，主要的产品差异性不太大，依靠价格竞争，很容易产能过剩。技术竞争型的公司很少有最终的赢家，京东方不是好的长期投资标的。京东方 B 股价只有京东方 A 股价的 70%，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按照它在沪深两市中的权重（占比0.3%）更少量地持有它的股票，只是被公司的精神激励着。这只是我的个性化选择。

美国历史上最杰出的开放式基金经理彼得·林奇在他的书《战胜华尔街》中，总结了科技股的归宿："我预料之中地发现，自己持有的科技股是最大的输家。其中损失最大的是1988年损失2500万美元的数据设备公司，其后是天腾、摩托罗拉、德州仪器、EMC、国家半导体、微技术，当然，还有长期被各种优秀投资组合持有的无味鸡肋——IBM。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节　组合策略

在进入股票市场的初期，我就明白投资股票的收益全部来自于公司的收益。欲买入股票须要通过四步程序。

第一步，通过公司选择原则检验。

第二步，通过股票估值原则检验。

第三步，确定投资比例。

第四步，必须通过心理检验。即：假设买入股票后，股市关闭十年，我仍然不会对买入行为有任何后悔。

后来，我研究学习了沃伦·巴菲特的投资思想后，发现他早年已经有过和我的第四步检验程序相似的言论。我们买入股票就是拥有企业的部分股权，股票的价值和一年交易几天、一天交易多少时间没有关系的，就像人们开办一家企业后，也从来不会考虑明天是否要把它卖出去一样。沃伦·巴菲特说："如果我们不想拥有它十年，就不会想拥有它十分钟。"这个简单浅显的道理，只能算是一个常理，不该把它提升到"思想"的高度。

不过我还是有很长时间不能理解，为什么有那么多的交易者不明白这个道理，他们也从来不认为自己是股东。现在，我试着作出这样的解释：他们购买了质地太差、价格太高的公司股票，从上市公司方面得到的收益相对于投入的本金来说微乎其微，以致认为自己根本不算是股东；他们从来未曾考虑过股票的真实价值，而只是希望明天能够有人以更高的价格把他们的股票买走。

虽然买入股票后我想拥有它 10 年以上，但是基于中国股市的有效性，股票在短短的数年中就有涨到过于昂贵、跌到过于便宜的历程。如果股票太贵了，我是会把它全部卖掉的，就像 2007 年那样；而有的股票价格走势方向相反，或者涨跌幅度相对于基本面而言不成比例，不同股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票之间的估值的相对性错位拉大，我也会对持股进行部分卖出、买进，从而改变持股的投资比例，优化投资组合结构。于是，在我 17 年的投资生涯中，从来没有持有 10 年的股票，不过，这和我希望持有股票 10 年以上的思想是不矛盾的。

截至 2014 年 6 月 30 日，我最新的投资组合见表 3-2 所示。

表 3-2 作者最新的投资组合（截至 2014 年 6 月 30 日）

品种	占总资产比例（%）	净资产收益率（%）	负债率（%）	静态市盈率/倍	市值红利率（税后）（%）
贵州茅台	58.4	39.4	30	10.7	2.7
招商银行	23.8	23.1	1686	4.4	5.8
中国神华	10.1	16.8	86	6.3	5.9
东阿阿胶	4.7	25.8	20	18.1	2.0
九牧王	1.6	12.1	15	11.3	6.3
杭汽轮 B	1.1	16.1	81	8.2	2.7
京东方 B	0.2	8.7	227	12.5	0

注：招商银行在 2013 年 9 月配股，至 2013 年年终资金未产生收益，表中数据未计入配股资产。

在这个组合中，我重仓持有股票的公司具备以下特点：都拥有具备核心竞争力的业务；财务方面，都是高净资产收益率、低负债率，招商银行的负债率在同业中比较才有意义；股票的市盈率数值几乎全部大幅低于净资产收益率去掉百分号后的数据（京东方 B 除外）。

贵州茅台持仓比例近 60%。该股的表现对账户的未来投资成绩影响最大，成为账户的定海神针。如此重仓配置并长期持有拥有最可靠的经济护城河的贵州茅台，能够显著降低账户的选股失误，提高账户的稳定性、安全性。

对东阿阿胶公司的定性分析类似于贵州茅台。由于其股票的估值相对较高，于是配置比例较低，参考医药卫生行业在沪深 300 指数中的权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重（6.15%），进行行业指数化配置。

账户着重配置了具有历史文化“护城河”的贵州茅台和东阿阿胶，占账户投资组合比例近2/3，这是市场的不理性给我造就了罕见的投资机遇。如果市场没有这种机会，即使对把握较高的股票，单一持股比例最好不要超过40%。

在这个投资组合中，招商银行业务最复杂、相对风险最大。但是，其估值也最低，市盈率为4.4倍，仅为贵州茅台的41%，中国神华的70%。其资金来源的低成本优势、贷款的低风险偏好、超过8%的资本充足率，以及不曾从事次级贷款、金融衍生品等高风险业务等特征，使它的绝对风险并不是太高。

投资不必刻意回避较高的风险，因为高风险背后经常隐藏着高收益。如果没有高收益品种冲抵其他稳健型品种的不可预知风险，账户也可能招致风险。招商银行估值实在是太低了，近似于沃伦·巴菲特的富国银行在1990年的估值。即使保守地将投资招商银行定性为风险投资（可能损失全部本金），不足5倍的市盈率，即超过20%的收益率，仍然具有配置价值。

十年内，假如风险没有发生，招商银行甚至有可能是本账户收益率最高的投资。毕竟，对股票的不确定因素，我也不可能绝对考虑周全。招商银行的风险在业内虽然较小，但是单就风险而言绝对无法媲美贵州茅台、东阿阿胶。花旗银行从55.7美元跌到0.97美元给了我深深的震撼；巴林银行因部门负责人违规投机和故意隐瞒而意外破产，更是不可能被事前预料。

于是，我用组合投资作最后一层保护。招商银行的持股比例近24%，略高于银行股在沪深300指数中的权重（19.56%）。这个比例已经可以充分享受招商银行可能出现的戴维斯双击（高成长和股票估值提升）带来的超额收益，又能限制银行业特有的高杠杆风险。配置比例控制在1/4以内，风险我可以承受。

中国神华的投资类型不同于账户中的其他股票，是确定的资源型、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金红利收益型投资品种的典型代表。

我早年就养成用笔记形式记录投资行为的好习惯。每次持仓结构重要调整后都对投资组合进行列表，并用文字形式写出当时的投资行为的考虑要点。通过列出所持股票的优缺点，集中思考后比较容易发现该投资组合的缺陷与优势。

我在 2014 年 5 月 23 日持有中国神华和长江电力各占 5% 的比例，对投资组合进行重新列表后，思考发现：

如果只是纵向看个股，长江电力 11 倍的市盈率是值得长期投资的。通过列表横向比较：中国神华与长江电力同属能源行业，中国神华的安全性、抗经济周期性逊色于长江电力，但是主要产品煤炭具备拥有自主定价权、可以抗通胀的优点，而且股票估值比长江电力低了许多。于是卖出长江电力，集中投资中国神华。中国神华的持仓比例增加到约 10%，风险依然可控。

房地产泡沫实在是太大。虽然作投资不应该预测宏观经济，但是，我的投资组合还是要对房地产问题可能引发的宏观经济问题做出应对。本来，我计划用长江电力缓冲投资账户因经济衰退导致的系统性风险，加大账户的部分变现能力，以备不时之需。经过思考分析，中国神华就可以替代长江电力在账户中的保守性投资角色，并且兼具进取性，收益有可能会更高。

九牧王新上市不久，可供观察的历史较短，服装行业进入壁垒较低，创国际名牌难度大，还需继续观察；杭汽轮 B 的行业周期性较强，技术壁垒不是永久性优势。这两只股票我都喜欢，但持仓比例较低。京东方 B 持仓比例极低，投资它纯属我的个人偏好，即使全部亏掉也算不了什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章

其他投资文章

2006年至今我在《大众理财顾问》杂志发表文章20篇。其中部分篇节经过改写后，已经编入本书正文，部分具有参阅价值的文章编入本章。由于杂志限于篇幅，原先刊发的文章进行了不少删节。现今，编入本书的都是原稿。另有3篇文章选自我的投资笔记。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谁说买基不择时[一]

最近两年以来，股市牛气冲天，赚钱效应也使得开放式股票型基金的销售越来越火，销售额急剧上升。凡是购买股票基金的投资者只要持有一段时间都能大幅盈利，似乎基金根本就没有风险。我认为现在投资者不可失去理智，心存高收益的投资预期，忘了基金只是理财产品，不考虑自己的风险承受能力而盲目抢购。过去多年的基金研究经历告诉我，在股市的下跌阶段所有的股票基金都是亏损的，只是亏损幅度小于大盘而已。股市会有涨跌周期是自然规律，投资者不应该只看到利润，不要盲目追随群体，头脑中应该有风险意识，控制好个人的投资额度，在目前股市狂热时期多考虑一下要是股市跌了应该怎么办？

基金的风险表现在哪里？我在下文从微观和宏观两个方面进行详尽分析。

基金不会在市场下跌时出货

投资者首先要了解基金是如何盈利的。其实，基金的盈利绝大部分因素是取决于证券市场的行情如何，并非管理者如何有能力。许多投资者都说“把钱交给基金炒股”，他们以为基金的盈利都是炒股赚来的，这是一个非常大的误解。

基金的投资模式是这样的：买进相对价值更高的股票长期持有，如果因市场行情波动而使其他股票的相对价值显得更高，基金经理就会对持股组合进行更换调整。由于交易成本和管理费提取（股票型基金每年从账户中提取1.5%作为管理费，每天公布的净值中已经扣除）的因素，基金选择股票的超额利润会被稀释。即使中国股市有众多的缺乏金融投

[一] 本文发表于《大众理财顾问》2007年第8期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资知识的散户充当绵羊，基金的平均收益也只能相似于指数：2006 年沪深 300 指数上涨 121%，所有全年运作的股票型开放式基金平均上涨 130% 左右。因此，这两年投资基金的利润几乎完全取决于股市的上涨，基金更像是跟踪指数的投资工具。

但股市并不会永远上涨。投资者或许会说，即使股市下跌了，基金也会卖掉股票以保住资产。这只是一厢情愿的想法。对于基金公司和基金经理来讲，卖出股票的风险要远远大于普通投资者。因为投资市场的中短期走势具有不可预测性，按照经典投资理论，股票平均市盈率 30 倍就已经偏高了，它们可以马上下跌，也可以再涨一倍才会下跌。如果基金在市场出现泡沫甚至大泡沫时卖掉股票，而后市场仍然大幅上扬，那么基金的净值就会严重落后于同行，基金公司和基金经理的声誉会严重受损。或者，即使市场下跌趋势已经形成，基金卖出股票后市场也可能反弹几个月，基金的净值表现也会严重落后，基金经理很可能保不住他的饭碗，后来就算股市又创新低，但基金经理的位置已经是别人的了。

以下两个故事，将有助于投资者理解基金卖出股票的风险。

案例一：嘉实理性反失机

嘉实基金公司的首只基金泰和成立于 1999 年 4 月，当时上证指数大约是 1100 点，虽然股市已有不小跌幅，但市场平均市盈率仍然高达 30 倍，基金公司认为股票的投资风险很大，于是大量买进国债，或许是希望在股票市盈率跌到 20 倍以下才进场买进。但在 5 月 19 日，股市出人意料地大幅上涨。在这轮大行情中泰和几乎没有赚钱。嘉实基金公司为自己的理性付出了惨重代价：首批成立的 10 家基金公司中的 9 家都在 1999 年完成了第二只基金的发行，而嘉实第二只基金的发行申请一直拖到 2002 年才获得批准。

案例二：麦哲伦卖股落下风

1995 年年底，美国大型开放式基金——富达麦哲伦基金的基金经理杰夫·威尼克认为 1996 年股市行情一定很糟糕，于是他大量卖出股票转投资债券，但事与愿违，1996 年美国股市大幅上涨，麦哲伦基金业绩严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重落后于标普500指数和他的同行们。当年夏天，威尼克被解雇了。

上面这两个故事生动地揭示了基金管理者卖出股票对自己造成的风险相当高。因此，基金只能不管股市上涨还是下跌，永远高仓位持有股票。如果市场下跌50%，基金管理者在选股和品种调整方面下功夫，凭借基金资产“只”下跌40%的成绩而战胜市场，那么，该基金的运作就非常成功。所以说，投资者的钱不是交给基金炒股，而是买股票。

就我长期研究股票市场的经验来看，当前中国股市已经出现了很大的泡沫。由于基金不可能为投资者的长远利益而大量卖出股票，因而不论是股票投资者还是股票型基金投资者都面临着很大的资产贬值风险。

低市盈率建仓是良计

1997年，沪深加权平均市盈率涨到56倍后，上证指数下跌了30%，市盈率回落到29倍；2001年6月，市盈率涨到57倍，随后4年，沪深综合指数平均下跌60%，整体市盈率回落到15倍。2007年5月29日，沪深股市加权平均市盈率达到57.8倍，已经严重透支了未来的成长。

要把握股市的脉搏对专业投资者来说本来就不是一件容易的事，对普通投资者来说就更难了。若是在不恰当的时机把钱交给专业的基金公司投资，也可能会亏损。

我再三思索，试着找出一条对缺乏金融投资知识的投资者有益的投资建议。这条建议的原则是：在股市处于相对低位的时候用一部分可以长期闲置的钱进场分散买进几只基金，然后锁进抽屉长期持有，一直到需要用到这笔钱的时候才卖出，或是直到市场出现狂热的时候减仓。那股市的高低位又在哪里？这只能参考股市的历史。美国股市在20世纪100年里平均市盈率为14倍，在3次经济衰退时期最低跌到8倍，最高为30倍。我国股市从1996年算起平均市盈率为29倍左右，最低为10倍，最高为58倍。投资者可以把计划投资股票型基金的钱分成三份，在平均市盈率跌破25倍时买进一份，跌破20倍时再买进一份，跌破15倍时买进最后一份，如果再跌破10倍，也可以用亏得起的钱再增买一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果市场平均市盈率没有跌到15倍就开始回升，前期的投资足以赚到不错的收益；这时也不能再追高买进，若是市场突然崩溃，高位买进和过量投资的后果都非常严重。

有很多投资者也许无法找到市场平均市盈率的数据，甚至根本就不懂经济，不理解市盈率为何物。那我建议他们可以用哲学的方法进行投资分析：

当你发现众多的投资者疯狂地把钱投进股市的时候，股票的价格就被买得太高了，即使它们以后还会涨得更高，你也要抵制诱惑捂住自己的钱袋；当投资者开始不停地咒骂股市和基金的时候，你就知道股市开始大跌了，但这只是开始；后来投资者终于认识到原来股市的风险也很大，不再怨天尤人时，他们个个因亏损严重而不愿抛售，你可以用少量的资金进场买进，股市可能会因抛压减轻和场外资金进场抄底而大幅反弹，甚至反转；但是股票毕竟还没完全跌到底部，在大幅上升行情后，有大量已经认识到风险的投资者开始卖出，引发了新一轮惨跌，市场除了下跌还是下跌，投资者因恐慌而争相卖出，很少有人愿意接盘，股市成交量越来越小；直到最后，所有的投资者元气大伤，没有人愿意关注股市，没有人愿意谈论股票基金，真正的底部就离我们不远了，新一轮牛市又在酝酿之中。这个时候，我们应该不理会是否还会继续下跌而勇敢买进股票型基金，长期投资就会获得数倍的利润。

但我们也应该记住，股市的任何时期都会有一些不可预测的风险，永远不能过量投资！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买基正当时㊀

在全民买基金的狂热时期，我在《大众理财顾问》2007 年第 8 期《谁说买基不择时》一文中给投资者泼了冷水，提示了购买开放式基金的巨大风险。2008 年以来，股票型基金净值已经下跌过半，投资者从心痛转为恐慌。甚至有一些投资者问我："我买的基金会不会跌到零?"我回答说："一定不会！只要你坚持持有不动，转亏损为盈利只是时间问题。"

我已经说了，基金的盈利主要取决于股市行情。我国股票市场投机气氛浓烈，股市总是上蹿下跳。2007 年，无视股市在短短两年已经上涨数倍的情况下，众多媒体打着"你不理财，财不理你"的旗号，忙着开各种讲座，讨论的都是买哪只基金，从未讨论现在是否适合买基金。请读者注意，我不是说理财是错的，相反，我不仅非常支持理财，还大力提倡理财。我的意思是说，不考虑市场价值，简单地把买基金等同于理财是错的。特别是各种以推荐基金为内容的讲座却以"理财"为旗号，主讲人也都有令人仰视的金融学学历，都是"投资专家"，极易误导普通民众。

我认为，在股票价格昂贵的时候买基金不是理财，而是"毁财"。投资者争先买进基金，而基金用这些钱购买价格已经太高的股票，造成股票更加供不应求，价格被哄抬得更贵了。投资者等于间接购买了价格昂贵、远超其内在价值的股票，如此一来，怎么会不亏钱?

而现在就大不相同了，股市暴跌，证券公司、基金公司门前冷落鞍马稀。没有人对股票基金有兴趣了，各种"理财"讲座无影无踪，却是我们投资理财的好时机。我曾经说过，股市前几年涨幅太大，这是本轮熊市的唯一原因，而低价会是上涨行情的首要原因。2008 年 11 月 10 日，

㊀ 本文发表于《大众理财顾问》2008 年第 12 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沪深300指数收盘于1801点，大多数优质股票的平均市盈率已经跌到了15倍左右，市净率在1.7倍左右，已经接近了我国股市波动的下限，按照国际经验，也已经具备了被收购兼并的价值。开放式基金手中持有的大多是这类型的股票，我们买进基金，就等于投资了一篮子的质优价廉的股票，很有价值。只要股市一回升，基金持股就能上涨，投资者的投资份额自然也跟着升值了。如果股市继续大幅下挫，就严重背离了我国的宏观经济，之后，股市必然会以凌厉的"V"型反转涨回来，投资者只不过是经历一轮虚惊罢了。

现在的关键是：我们能不能战胜恐惧、大胆买进？我的投资哲学一向是反潮流的，原则是众人狂抢的时候不为所动，众人心寒的时候要积极寻找机会。说简单一点，就是在便宜的时候买进，太贵了，就卖出。这是一个简单易懂的经营之道，可奇怪的是，众人的做法总是相反，他们在昂贵的时候抢进，便宜的时候却害怕，这是人性的贪婪与恐惧并缺乏耐心的心理在作怪。投资者必须战胜这种非理性心理，我们的钱我们做主，决不能跟着别人走，否则难以投资成功。

最后提醒投资者，购买股票型基金的钱必须是能够长期闲置不用的，这一点很重要。因为只有能够长期闲置的资金才能够应对市场的莫测变动。投资者在买进一项非常便宜的资产之前，也应必须作好市场随时会疯狂下跌的心理准备，只有这样，才能够处变不惊，并有耐心等到市场回升，从而盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募界心声：高位炒股暂缓而行㊀

2007年5月29日，上证指数涨到4335点，根据交易所数据，沪深股市加权平均市盈率已经达到57.8倍。面对风险，管理层不得已大幅提高交易印花税以压制股市，然而牛气冲天的市场心态难以阻挡，股市经过短暂下跌后又再创新高。也许有投资者说，中国经济高速增长，2006年上市公司平均利润涨幅超30%，2007年上半年利润增幅甚至超过到50%，按此增长下去，2007年的股市动态市盈率只有40倍，2008年就不到30倍。其实投资者可以自己想想，中国GDP仅增长10%，上市公司何以能够大面积以50%的速度增长？根据深交所的统计，2007年上半年深市上市公司平均利润增长70%，但非经常性投资收益则占到利润增幅的一半。

中国股市还属于新兴市场，而新兴市场的特点就是暴涨暴跌。上证指数自1990年开创以来已经发生了好几次涨了几倍又下跌过半的波动。也就是说，即使在宏观经济持续增长的年份，只要股市涨过了头，仍然会下跌。而下跌之后，先前很多业绩骄人的公司又会变得面目全非，这是我过去所观察到的一个中国股市特色。我要忠告普通投资者：永远不要拿出所有的积蓄进行股票投资，在狂热时期更是如此。金融市场没有不可能发生的事！

20世纪下半叶，日本经济长期高速增长，到80年代，日本工业的国际竞争力极强，几乎对所有的国家都保持着外贸顺差。日经225指数从

㊀ 本文发表于《大众理财顾问》2007年第10期。文章发表之时，正值我儿子出世。我为儿子取名“谨融”，如若他长大后从事金融投资业，须牢记“谨”字，因为这行饭并不好吃，即使只发生一次严重错误，也有可能终生沉沦！本文原标题《股市风险分析》。由于当时股市气氛太狂热，编辑从保守考虑，刊发本文时删除的内容较多，标题改为了较为中性的“暂缓而行”，最后一句“下跌过半的时候”也保守地修改为“下跌一半的时候”。的确，当时几乎没有人相信股市会下跌过半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1982 年的 7500 点开始大幅上扬，到 1989 年底涨到 39 000 多点。7 年时间暴涨 4 倍多，股票平均市盈率高达 60 倍。日本被誉为“经济动物”，日本股票会下跌？谁敢抛出这种论点一定会被大众抽耳光。然而从 20 世纪 90 年代开始，日本经济还是在预料之外衰退了，日经指数在 2003 年跌到了 7600 点。到了今天，日经指数已经从谷底回升了 1.3 倍，但指数水平还不及 1989 年的一半。

20 世纪 90 年代的日本并不是一个特例，再看美国市场。道琼斯指数第一次上涨 5 倍以上的大行情是从 1921 年的 63 点到 1929 年的 381 点，由于股市持续上涨，越来越多的人都被吸引进来，到了 1929 年，做股票几乎成为绝大多数美国人的第一爱好。随后股市突然崩盘，道琼斯指数猛跌到 1932 年的 41 点，3 年时间跌幅高达 89%。刚从赚钱美梦中完全清醒过来的投资者已经连本带利赔得所剩无几，高位入市的投资者甚至必须苦熬 20 年才能解套。另一次大行情从 1942 年的 100 点涨到 1966 年年初的 1000 点。由于牛市持续了太长时间，人们满怀信心地投资股票，然而股市再次反转，熊市持续了 17 年。到 1982 年下半年，道琼斯指数跌到了 800 点。虽然指数名义跌幅只有 20%，但其间美国通货膨胀异常剧烈，经过通货膨胀调整的道琼斯指数实际下跌 74%，如果加入年均派发 4% 的股息复利计算，17 年投资仍然要亏损 31%。当然，上面的计算并没有考虑到交易费用。事实上，由于累计的交易费用很大，大多数投资者的业绩都不如指数，实际损失就更大了。

最近 20 多年来，以美国为首的世界大多数国家的股市都处于牛市，“长期投资股票比买债券或存银行的收益高很多”，似乎已经成为大众共识。过去 100 年中，美国债券投资者的平均年复合收益率约 5%。而用 1927 年年初到 2007 年年初的道琼斯指数取样计算，美国股市 80 年中的年复合收益率为 5.6%，再加上股息收益，股票投资者年收益率确实超过债券投资者。尤其是复利效应，让两者上百年的总收益差距高达几十倍。但不能仅仅凭此说明人们投资股票一定更好。我们还要看看股票的溢价是否已经透支了长期的超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本文撰稿时，上证指数已经突破5300点。面对气势如虹的股市，轻松赚大钱的欲望那么难以抵挡，以致越来越多的人把钱投入股市。辉煌之后，中国股市会不会下跌过半？我绝不敢打包票。这就叫风险！我只知道，繁荣和崩溃总是会轮流主导股市，这在世界各国从未有例外，只是发生时间和波动幅度无法预测。

下面，我抛开国内外股市的历史教训，仅从中国股市现状分析股票是否真正具有投资价值。从逻辑上说，股票投资者分享了公司的经营收益，应该赚不少钱才是。其实，仅仅这样说太过片面了，道理很简单：人们通常是以很高的净资产溢价购买股票，而上市公司创造的利润是投资者的唯一收益来源。

假设股票的每股净资产值为5元，每股收益为0.75元，而投资者购买价是25元，那么公司原股东的收益是15%，而投资者的收益却只有3%。现阶段，我对A股中的部分绩优股票进行取样计算，股票的平均市净率（股价除以净资产）高达8倍。这是一个什么概念？打个比方来说，假如你的邻居拥有一家净资产10万元的商店，每年净利润是1.5万元，你这位邻居愿意以8倍的市净率、53倍的市盈率——即80万元的价格把这家商店卖给你。我想你一定不会买。但是在股市，投资者对这样的交易却趋之若鹜，因为他们相信，“中国经济持续增长，商店利润也会持续增长”。这种价值观念是模糊的。投资者应该仔细考虑：商店的利润要增长多少年才会使我的投资更合算？如果相反的事情发生我会亏多少？

我是这么算的：如果用80万元买下这家商店的股权，要是它的利润不增也不减，就需要用53年才能收回投资；如果商店利润真的以15%的平均速度复合增长15年（这已经难得了），15年后这笔投资的合理估值大约能比购买价多出一倍；要是商店的利润不幸下降了一半以上，这笔投资的合理估值就要下降87%以上，只剩10万元或更低。收益风险比太不合算了！按现在的5年期存款税后利率5.21%复利计算，资金存15年也增长了1.14倍。我们冒高风险投资股票的目的是为了获取高回报，而不是为了在15年后获取和银行存款同样的收益。更何况，公司今后15年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会如何？凭的仅仅是估计而已。

我认为，即使股市有望继续上涨，投资者也应该回避估值过高的股市，把闲置资金投入到短期债券、货币基金、银行储蓄等流动性高的固定收益品种。如果你的邻居、朋友、同事告诉你他们买股票赚了一笔又一笔钱，并热心地向你推荐几只能赚大钱的股票，你要衷心地祝贺他，然后笑眯眯地告诉他："我没有钱"，接着在心里告诉自己，"我不买股票不也活得好好的。"只要抱着这种中庸心态，你就能够抵制住诱惑，并有足够的耐心等到一生中难得几次出现的理想的投资机会，真正获取超额利润。

最后，我要总结一句话：在一轮完整的牛熊周期结束后，80%的投资者在算进利息成本后都是亏损的，这是不争的事实，其中的重要原因之一就是：他们把买股票的时机选择在市场短期内暴涨几倍之后，而不是在下跌过半的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏损是怎样炼成的㊀

股票市场存在着明显的涨跌周期，它可以涨得过高，也可以跌得过低，而一个循环周期短则数年，长则数十年。

在牛市中，人们相信上市公司收益会持续大幅增长，股价持续上扬，市场平均市盈率不断上升。而赚钱效应导致越来越多的人把资金投入股市，直接驱动股市上涨，而股市上涨又会吸引更多人加入，因而股市泡沫形成后常常不会立即破灭，而会继续膨胀；最后，当股价严重透支未来的成长价值时，就会引发熊市，股价持续下跌，市场平均市盈率不断下降。

迟早，股价会普遍跌破基本价值线，投资者亏损额不断增加，心理压力不断加大，对股票投资完全丧失信心，想卖出股票的远远多于想买入的人。在恐慌心理的支配下，股市下跌并不会停止，甚至会出现无反弹的单边下跌行情。最后，人们终于对亏损麻木了，不再急着卖出股票，许多经验丰富的投资者明知股票非常便宜，也不敢买进。这时，股市才会真正见底，市场将震荡攀升，越过基本价值线，重复牛市的辉煌。

因为股市循环周期实在太长，大多数人不知道，也没有兴趣对此进行了解，只想短期内从股市中捞一把，正是这种心理造成大多数投资者的亏损。下面，我就几种造成投资者亏损的常见行为进行剖析，以便读者吸取教训，免于重蹈覆辙。

波段投资　短线操作

表面来看，波段投资高卖低买似乎收益更高，其实不然。如果投资者心里总想着寻找高低点进行买卖，或许可以在市场震荡期收获较高收

㊀ 本文发表于《大众理财顾问》2008 年第 7 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，但市场并不总是上下振荡。这类投资者总会在牛市初涨阶段有所赢利就卖出股票，而后再没有机会以更低价格买进。失去股票后又禁不住暴利诱惑以更高价买进，但因成本提高而患得患失，稍有利润又会卖出等待股价回落，然而牛市中股票上涨的概率远远更高，结果又不得不再次以更高价格买进股票。

在整个牛市中，这类投资者往往只能收获指数涨幅的30%左右。当市场陷入熊市后，股票价格越来越低，投资者没有机会获利以卖出股票，结果越亏越多，最终亏损率常常不比指数低。一轮涨跌周期过后，该类投资者因在牛市中赚得少、熊市中亏得多而投资失败。这类投资者亏损的根源在于自以为聪明，相信短期行为能赚大钱，不懂概率论，不知交易费用的累积可以蚕食资金，不知短期投机行为是和为负的游戏。

只看眼前　不识大局

这类投资者往往会在牛市初期阶段保持观望态度，发现众人开始赚钱后，会投入少量资金炒股。由于牛市中几乎是有买必赚，该类型投资者尝到甜头后会加大资金投入。而此时市场已经有了很大涨幅了，开始进入牛市后期；市场开始疯狂，任何毫无价值的垃圾股也可以暴涨。由于加大资金投入，获利更加可观。该类投资者会认为炒股来钱最快，甚至以为自己就是炒股天才，从而将所有的流动资金，甚至借钱或将固定资产抵押获取资金投入股市。他们可能会开始赔钱，也可能会赚得更多的钱，因为牛市什么时候会结束是不可预测的。他们不会罢手退出，因为赚钱“太容易了”，开始幻想自己会很快成为富翁。

盛宴终究会结束，投资价值被远远高估的股市开始暴跌，这类投资者损失巨大，成为股票市场的最大输家。因为在牛市的主升浪中，他们以小资金赚钱，市场进入熊市后，他们则以大资金亏钱。该类投资者失败的根源在于只见树木不见森林，不识股市存在着涨跌周期，不知熊市的巨大杀伤力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自作聪明　博弈心理

一部分有经验的投资者确实能够在股市行情的全盛时期认识到风险，但他们不会离场。他们会认为：现在行情这么好，不赚白不赚，等熊市来了再跑也来得及。也有些“理性”的投资者认为只要不贪心，赚些钱后早点离开，就不会被套在熊市了。他们的错误在于没有认识到：行情变幻无常，转折点是难以预测的，人们总是在不知不觉中陷入熊市和牛市，所谓的熊市和牛市只有在事后才会被看清。

在熊市的初跌阶段，人们会以为是市场的正常调整，相信股票还会再涨上去的；当股市一跌再跌、屡创新低后，人们终于醒悟过来，知道熊市来了，但已经太晚，因为股市已跌幅过半，账户资金已被腰斩。同样的道理，在牛市的初涨阶段，人们会以为只是超跌反弹，当市场上涨一倍以上，甚至创出历史新高后，人们才会认识到牛市已经来临。

我在《大众理财顾问》2007 年第 8 期《谁说买基不择时》一文中也谈到了中国股市的波动，并对缺乏金融投资知识和投资经验的投资者给出了股票型基金的投资建议。这个建议同样适用于股票投资，希望能够作为对读者有益的参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套利交易不可行㊀

套利交易的致命性缺陷

多年以来，我采用个股轮换套利操作获得了一部分超额收益，弥补了投资组合不力而进行优化过程的损失。经过近期仔细思考研究，轮换套利不是一个可长期持续的增加收益的方式。当风险真正来临时也可以增加亏损。比如，套利交易是卖强势股票，买弱势股票，等待它们价差缩小时换回。但结果也可能是价差越来越大，导致持有的好股票越来越少，差的股票越来越多，这与组合投资降低风险减少波动的初衷相违背。

2011 年，我曾在贵州茅台与招商银行进行套利操作获取小部分超额收益，但后来贵州茅台大涨，再也没机会买入贵州茅台。详细如下：

2011 年 5 月 20 日，我的个人账户以 200.00 元/股卖出一笔贵州茅台，以 14.22 元/股买入招商银行。之后一年半贵州茅台股价强劲，没有机会换回。直到 2013 年 2 月，贵州茅台因政策利空大跌，招商银行大幅反弹后，才出现 2011 年 5 月 20 日以来两者涨跌幅持平的机会。2011 年 5 月 20 日至 2013 年 10 月 18 日，贵州茅台跌 14%，招商银行跌 24%，贵州茅台股价仍然强于招商银行。如果没有政策利空影响，除非出高价，否则仍然无法买回贵州茅台。

2012 年，我曾在兴业银行与浦发银行之间套利交易，小有斩获。但最终，兴业银行始终强于浦发银行，我不得不以亏损价换回，前期超额收益化为乌有。

2013 年上半年，我在招商银行、大秦铁路、兴业银行、华夏银行、中国神华之间成功进行连环套利多次，账户颇有盈利，但是，至 10 月 18 日，招商银行股价最弱。虽然我不认为那几只股票比招商银行好，但按

㊀ 本文选自我的投资笔记。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在的价格，如果想实现账户持股多样化，买回它们也必须出高价，基本可以吃掉前期连环套利所获额外利润。

最典型的例子是关于江铃汽车股票的两个套利机会：

（1）2010 年下半年至 2011 年，江铃汽车和上海能源股票市场价格接近，两者之间多次出现了跷跷板关系的走势。我观察到的就有 5 次之多，但我更看好江铃汽车，克制住自己的欲望而没有操作。假若成功操作 10 次，每次盈利 2 个百分点，也就 20 几个点。但是到了 2013 年 10 月，江铃汽车股价超过上海能源 53%。如果套利继续下去，必定失去江铃汽车，而全部持有上海能源，损失更大。

（2）2013 年 9 月 2 日～10 月 18 日，我个人账户逐步卖出招商银行至仓位为零，之后，招商银行下跌而贵州茅台上涨，于是买回部分招商银行，额外获利约 6700 元；但是，10 月初也卖出江铃汽车 2000 股，买贵州茅台 200 股，之后，江铃汽车大涨、贵州茅台下跌，到了当年底，减少利润 17 400 元。

我在发表于 2006 年《大众理财顾问》第 11 期的《年化收益率 36%：我的封基操盘实录》一文中，记述了多次成功的封闭式基金的套利交易。封闭式基金的成功套利是基金市场特有的。基金成绩是人为的，在杰出与落后中交替是经常性的，但也不是绝对的。比如，我在文中也记述了在基金开元与基金天元之间进行套利，最后还是基金开元业绩胜出，于是无法再买入开元而只能持有天元。2006 年年底，我也择机于相对低位换进基金金泰，后在基金金泰估值相对有所高估后卖出，然而基金金泰换了基金经理之后业绩一直很好，市价表现领先，至 2007 年上半年，再也没有机会买进。

想起了 10 年前商品期货市场流行的根据铜铝相似的用途属性而进行的卖铜买铝套利：铜价最后飙升，而铝价涨幅很小，铜铝价差越来越大。长期研究并从事套利交易的朋友小叶在同品种跨月套利中大败：卖出的一月大豆缓慢逐级盘升，而买进的五月大豆始终原地徘徊，结果价差越来越大。小叶最终还是抛弃了套利交易手法。

最值得一提的是梦幻投资团队——长期资本管理基金。该基金由所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗门公司债券交易部门的顶级债券交易员梅利韦瑟、罗森菲尔德、哈甘尼、西里布朗德，两位诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·默顿、迈伦·斯科尔斯，一位美联储前副主席戴维·穆林斯组成。他们进行着卖出低利率债券，同时买进高利率债券的套利交易，期待着低利率债券价格下降、高利率债券价格上升，依靠两者价差缩小的差额盈利。由于杠杆率极高，微小的差价收益也能赚取可观的利润。1994 年，全球债券市场都在下跌，而该基金收益率为 20%，1995 ~ 1997 年的收益率分别为 43%、41% 和 27%。该基金 4 年的债券投资收益率超过了 200%，足见梦之队的魅力。然而，意外终于发生了：1998 年 8 月 17 日，俄罗斯宣布拖欠债务。投资者纷纷抛售高风险债券，转而购买安全性高的债券，结果是高利率债券下跌，低利率债券上涨。该基金和该基金的模仿者开始亏损，他们不得不开始清仓，而清仓的结果造成价差继续扩大，于是，价格的大幅波动又吸引了大量的投机者跟风进行同向操作，从而导致价差进一步扩大。当年，该基金亏损 90%，5 年的总收益率为负 70%。

综上所述，投资者应该提高警惕，重视套利交易带来的投资风险。

2013 年 10 月 18 日，我放弃了一个可当日换回的不错的套利机会。原计划集合竞价卖贵州茅台股票、买招商银行股票。如果施行，早上收盘前可以换回，该部分仓位可以获额外利润 1%。但是，我感觉到了害怕，我放弃了这个机会。经过两天的思考总结，我写下了上面这段文字，引以为戒！从此告别了纯粹以套利为目标的套利交易。

我最终得出结论：没有绝对专业知识的套利交易者最终必然失败！拥有绝对专业知识的套利交易者也不一定必然成功！

套利交易弊大于利

彼得·林奇管理的账户拥有 1400 只股票，由于持股太多，套利机会也更多。他每天都利用市场估值错位进行操作，主要是卖出高估值股票，买进低估值股票。但这样操作实在太辛苦，彼得·林奇每天晚上甚至每个周末都要加班，完全没有业余时间。不堪繁重的工作重压，彼得·林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇于46岁时提前退休。

我一直喜欢彼得·林奇的书，有部分原因是我的操作风格更类似于他，我也喜欢根据估值错位进行套利操作。但是，现在总结起来，套利所获额外收益在盈亏相抵后是非常微小的，我的投资收益基本上是依靠低买高卖的单向交易获得。套利交易不是一种可靠的投资方法，因此，在本书中我没有把我的套利经验写出。

我的最终感想是：谋求一年两个百分点的超额收益而以增加健康损失为代价值得吗？人生有限，健康应放在首位。对于价值投资者来说，构建完成一个理想的投资组合就行了。有时间应该先做自己想做的喜欢的事，不要频繁看盘操作以期获取超额利润。还有时间剩余，可以谨慎地进行组合优化。

短期来看，套利交易只要操作得当，增加收益立竿见影，我们容易沉迷于此，因而丢掉投资组合的战略原则。战略原则是长期投资成败的关键，如果忽视，会带来毁灭性的损失。现在，套利交易在我的投资策略中降级为无心之得，是投资组合优化过程中可能附带出现的，是投资过程的寄生品。

频繁短期操作致情绪紧张、焦虑、压力增大，有害健康，虽然有可能获取额外利润，但并非完全可以确定；即使成功，时间也已经远去，你还有机会做自己喜欢的事吗？做自己喜欢的事值多少钱？或者干脆说，如果我们多活一年，账户可以多获一年收益，这才是真正的超额收益。

另外，频繁看盘毫无意义。股票要涨要跌我们无能为力，每天看盘，并不能增加收益减少风险，反而会诱导你增加操作频率。而套利交易的操作过程一般是卖强势股票买弱势股票，这样做的结果是：账户中的弱势股集中度越来越高，反而增加账户风险。当集中持有的股票跌到零，之前不论收益多大，统统一笔勾销。看似不可能破产的公司最终还是破产，这样的例子太多了。

2013年12月，我写下文字立证：今后放弃看盘，只进行定性结合定量研究，账户投资组合只是择机进行少量的优化操作即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房产的估值㊀

新千年伊始，商品房价格扭转了连续 7 年的颓势，步入上升轨道，至今已有 13 个年头。房价累计涨幅超过 5 倍，年化涨幅达 15% 以上。期间，欧美房地产泡沫相继崩溃，而中国房地产市场坚强无比，只要买入房产，坐等升值就赚了大钱，这是一个令人惊奇的投资神话。然而到了 2014 年，楼市出现了不可轻视的重要变化——价格同比下降不明显，但成交量大幅减少。五一黄金周，全国平均新房成交量更是同比下降 50%。

由于楼市走牛持续时间太长，人们普遍认为，房地产长期升值是大趋势。我身边的熟人，只要有些钱，大多拥有两套以上房产。更有甚者，从生意场上赚到的钱全部作为首付，到处购买商品房、商用店铺。由于负债投资，收益被放大，从账面看，盈利实在惊人，这又更加坚定了他们继续投入房产的信心。土地稀缺，城镇化，房地产是地方政府财政支柱、政府不会让其下跌等，都成为他们看涨楼市的理由。对于这些理由，反驳的声音已经没有人听得进去了。接下来，我仅从价值投资的角度分析房产的实际价值。

房产是有生命期限的，土地使用权也仅 70 年，而且是从开发商拿地算起的。按企业会计折算法，钢混结构住房折旧年限为 60 年、砖混结构折旧年限为 50 年。即使真的可居住 70 年，年折旧率也要 1.4%。大限到后，该房产变成一堆无用的混凝土，价值归零。房产存续期间的租金总收入减去购买、装修总成本，再减去期间房子及配套设施维修的支出后，剩余金额就是投资者的全部收益。假若商品房到期后还没倒塌，政府也没有向你再次收取土地出让金，但也会破旧不堪，还能住人吗？这个风险不是资产损失风险，而是生命损失风险！根据这一原则，我们可以倒

㊀ 本文发表于《大众理财顾问》2014 年第 6 期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推出投资性房产的实际价值，大致为：租金收入必须高于同期银行长期存款利息，并且这块高出的部分要足够补偿房产的折旧损失、维护费用、建筑质量风险、按投资者付出的时间和精力折算的工资。

投资者也许会反驳：房子变成危房后，政府会进行拆迁，会按平方数给你换新房，因此拥有房产的时限要延长。我想说，这种拆旧换新的做法已经一去不复返了。老城平房拆迁，赔付的平方数少，开发商还有利可图；现在都是高层建筑，谁会自掏腰包给你换新房。退一步说，就算到时候可能有人帮你以旧换新，你对巨额投资的保护也是建立在别人大发善心的基础之上，这并不确定，乃投资大忌。

投资者还会说，我并不想拥有房产 70 年，过 10 年房子升值后卖出，收回资金就是了。这种想法太简单了。房子建成后，前 5 年因为配套商业设施在不断完善，房子的使用价值提升率可以抵消折旧率；5 年后，房产价值按近 2% 的折旧率不断灭失，谈何升值？过去不断上涨的房价并不是所谓的升值，而是因住房供不应求造就的投机性收益，价格上涨造成升值的假象。而现在，在建房、投机者拥有的空置房都如此庞大，房子还供不应求吗？只是我们确实不知道泡沫何时破裂。

最后，房产投机者还将面临一个棘手的问题，那就是流动性。买卖房产的手续远没有买卖股票那么简单。卖股票的成本是只需要付出千分之二的手续费、花几秒钟时间，而房产的交易费用和时间成本都远远更大。因此，过去 10 年，投机者买入房产后，除了少数看空者和一些资金另有用途者在出售以外，大多数人都捂盘不卖。但是，如果某些投机者发现房价太高没人接手，甚至房价开始下跌，并且领悟到折旧这个严重的问题时，他们就会开始卖出。当大多数人想卖出时，问题就来了，如此规模庞大并且价格过高的资产要卖给谁？地产商、投机者急于脱手，就会压低价格，造成成交价格下跌，其他人会跟着效仿，价格只能继续下压……这样就造成恶性循环。

美国、欧洲、日本都经历过房地产市场崩溃的洗礼，历史会在我国会重演吗？当“狼来了”的呼叫没人理会时，或许，狼真的来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品期货投资感悟㊀

商品期货投机不可行

2001 年下半年，股票市场进入熊市，我在正大期货（已破产）租用闽发证券（已破产）漳州营业部的业务点首次开立了期货账户。到 2002 年上半年的一年时间里，我潜心研究期货投机，主要是以技术分析为主。

期货经纪公司宣传的技术分析方法无非是趋势投机、均线系统、波浪理论等，和股票投机的技术分析方法完全相似。其中，期货公司最重视趋势投机。它们的要求是涨势中逢低买进，跌势中逢高卖出，同时设立止损线。我很快发现，这种方法根本不可行。以做多为例，按这种方法，趋势形成后才会出现买点，投机者成本就提高了，只有大的上涨行情投机者才能获得高额收益。而大涨行情概率小，市场飘忽不定，小涨小跌的概率大，压中行情的高额收益会被频繁止损的小额亏损抵消；如果把止损线放宽，止损频率减少了，但是单次止损的额度会加大，同样会抵消收益。我研究期货市场多年也没有发现可以稳定获利的、成熟的技术分析方法。多年后，阅读了杰里米 J. 西格尔、伯顿 G. 马尔基尔的著作后，发现这些技术分析方法已经被他们证伪。

期货公司经常宣传某人运用趋势投资方法获取暴利，但这些宣传都是传说，我没有遇到过一个真正获利的人。如果应用概率理论，也可以解释会有某些人在特定时期获取暴利，就像每个星期全国会有许多人中 500 万元大奖一样。期货公司的宣传有它们的算盘，投机者频繁地买进卖出，频繁地止损止盈，都能使它们大量增加交易手续费收入。

期货公司甚至还故意误导投机者。比如，他们创造了“锁仓”的操作方法。什么是锁仓？举例说，投机者买入一手大豆合约，价格为 4400

㊀ 本文选自我的投资笔记。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元/吨，假如合约价格跌到了4300元/吨，为了防止亏损继续加大，投机者就以4300元/吨的价格卖出一手大豆合约。那么，投机者手中就有了一份买入、一份卖出的双向合约，这样，不管大豆价格如何变动，投机者都不会继续亏损，也不会盈利，这正是所谓的“锁仓”。如果投机者想通了，或者出现价格有利的时机，就买入锁仓的合约，于是“解锁”了，接着继续持有原先的合约。

其实，投机者无须采用什么锁仓行为，只要把原来的大豆合约即时卖出，然后等到想通了或者出现有利的时机重新买入，也可以达到同样的目的（注意：这是就事论事，不是推荐操作手法）。如果进行锁仓，投机者要想退出交易，就必须买入锁仓的合约从而解锁，再卖出原先的买入合约。这样，投机者就平白无故地多付出了2笔交易手续费。当年，我还真看到了不够聪明的投机者被洗脑，真的锁仓了。

期货合约到期前，买卖双方都必须平仓（即买者卖出，卖者买入。双方都买卖各一次，只是顺序不同）。如果你买入一份10吨大豆的合约，合约到期后没有卖出，那么，卖出者只能收集10吨合格的大豆拉到交易所，而你作为合约的买入方，必须按合约约定的价格付钱给卖出方，接着把这几大卡车的大豆拉走，然后到市场上抛售才能变成现金。

期货投机是典型的零和游戏。期货合约到期后，所有买卖者平仓后的盈利和亏损互相抵消，和为零，扣除交易费用后，市场整体交易者是亏损的。这和所有彩票购买者的整体亏损是同一个道理。

商品期货投资不可行

2007年下半年，股票市场泡沫严重，我的资金从股票市场退出后，积极寻找另外的获利途径。我在良茂期货泉州营业部开立了期货账户。这次我有备而来，期货投资只需要10%的保证金，资金积压小，利息成本低。我不采用技术分析，而是考虑长期投资方法，分享通货膨胀带来的商品价格上涨的收益。

然而，研究以后还是失望。期货合约投资最长时间也就一年，扣除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前期和后期的低迷成交，每个合约有交易对手盘的时间仅有几个月，如果要投资的话，一年时间起码要买卖各 2 次。由于期货交易费用低廉，一年买卖 4 次的累计交易费仍然很少，但糟糕的是，每一次卖出以后，买进下一笔合约要付出更高的价格（因为增加了商品仓储费用），买进一年后到期的合约要比卖出的上一年合约价格高 4% 左右，加上保证金、预存金的利息成本和交易成本，持有一年商品合约的平均成本要达到 5% 以上，基本抵消了通货膨胀率。长期投资的实际收益率反而是亏损的。

读了吉姆·罗杰斯的《热门商品投资》一书后，我对商品白糖有了浓厚的兴趣。我非常认同吉姆·罗杰斯的观点，极力看好白糖的价格走势。我想，扣除 5% 的成本之后，投资白糖期货应该还是有利可图的。但令我大跌眼镜的是，2009 年，郑州商品交易所白糖从 2800 元/吨涨到 5500 元/吨的大行情中，投资者根本无利可图。白糖期货合约有 1 月份、3 月份、5 月份、7 月份、9 月份、11 月份合约，后一个合约的价格比前一个合约高出 450 元左右。比如，1 月份合约价格为 2800 元，但是 3 月份合约开盘后大幅跳空高开 450 元，合约价格是 3250 元，5 月合约价格是 3700 元，以此类推，次年的 1 月份合约价格是 5500 元。每一个月份的合约开盘后都是跳空高开，之后价格横向盘整，直至合约到期。投资者持有一年白糖合约只能眼巴巴地看着糖价大涨，而自己一分钱都赚不到。

我个人已经证实技术分析无用，而基本面分析呢？期货的基本面分析远远比股票基本面分析复杂，个人投资者的分析是非常肤浅的，几乎不可能得到正确的结论。我对白糖价格长期走势的成功预测在很大程度上是吉姆·罗杰斯书籍的帮忙。然而，大多数投资者和我得出了相同的结论，谁都不肯低价卖出白糖，这直接导致了大家都没有赚到钱。

既然期货市场不能投机也不能投资，那还有什么用处？答案是套期保值。套期保值的核心在于对商品进行保值，把商品的上涨收益和下跌损失都转让给投机者。那是大宗商品生产者和大宗原材料消费者的作为，个人投机者做不了，我就不多费笔墨进行描述了。读者若有兴趣，可以阅读相关的专业书籍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品期货是投机者的地狱

2001 年年初入期货市场时，我就认识了张大姐。和我一样，当时的张大姐也是少数几个没有发生亏损的投机者之一。张大姐与我的不同点在于，她比我聪明，我比她理性。2006 年夏初，张大姐给我打了电话，请我到漳州宾馆参加一个期货聚会，当时股票市场犹如初升的太阳，我对期货不感兴趣，但也没有谢绝大姐的好意。聚会上一看，原来是福州某期货私募基金公司召集的业务推广会。聚会上，先是基金公司主管讲了话，接着是他们公司的“期仙”发言，这位“期仙”神态沉稳，侃侃而谈，给了我们不错的印象。最后基金公司主管话锋一转，表明了来意，请我们出资成立一个期货私募基金，由他们管理，这位“期仙”担任基金经理。我们有权进入基金账户观看，但不能操作。

过后，张大姐牵头商量，几个人凑足了 20 万元，放进了张大姐的账户。虽然我对专家一向持怀疑态度，但还是想亲眼看看“期仙”的庐山真面目，也拿出了 1 万元。然而，“期仙”的操作不仅没有带一点“仙气”，还令人非常失望，和期货公司普遍宣传的操作手法完全相同，根本就是典型的追涨杀跌。短短两个星期，账户资金就亏损了近 10%。张大姐在 QQ 群里说，和基金公司沟通后，他们表示一定会把亏损补回来的，这个账户是他们开拓漳州市场的处女作，一定会盈利的。

接着，“期仙”的操作手法也没有什么改变，一个多月时间，账户就亏损了超过 20%。在“期仙”的又一次止损后，我忍不住修改了账户密码，让账户真正止损了。但是我忘了及时通知张大姐，几个小时后，大姐打来了电话，问我是不是修改了密码？我说是。大姐埋怨说怎么没有通知她，私募基金公司和她起了争执，谁都说没有修改密码。我哑然失笑。大伙商量后，决定把基金清盘，账户亏损 23%。基金公司辩称说，我们当中的一位出资人对他们的操作过程不停地干扰，让他们压力剧增。但是这不能作为账户操作如此之差的理由。

紧接着的那个星期天，张大姐找到我，和我商量：“我对期货兴趣极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，这几年全心研究期货投资，近年数次到福州期货公司拜会诸位成功的操盘手，学习他们的基本分析和技术分析投资手段，收获非常大。你的资金就不要退出了，让我来操作，一定要把损失赢回来。”虽然我不再相信任何人的投机能力，但禁不住她的软磨硬泡，还是答应让她试试。

2006年8月，张大姐在2300元/吨以下的价格做空豆粕，两个月内豆粕价格小幅下跌后呈现震荡走势，账户有所盈利。之后豆粕略有上涨，账户盈亏持平。我凭借多年的技术分析经验，敏感地觉得豆粕跌不下去了，可能要涨。就提醒张大姐，做空很可能是错的。张大姐信心满满："现在的政治经济形势和技术面都支持豆粕价格下跌。”由于事先约定让她操作，我也没有和她继续争下去。10月份，豆粕价格涨到2400元，我知道张大姐肯定错了。恰逢妻子出车祸住进医院，我以此为由向张大姐提出了退出资金。经过这不到半年时间的两次专家操作，我的1万元资金仅剩6200元，亏损率高达38%。

到了2007年2月，豆粕价格涨到了2700元；2008年7月，豆粕价格涨到了4300元。还要担负儿子上大学的张大姐终于亏掉了她还亏得起的那一点剩余资金。她没有钱继续玩下去了，过后我得知，张大姐去药店担任销售主管，回到了老本行。

曾有一位期货公司操盘手向我夸耀："每天开盘后看10分钟，我就知道当天的价格会怎么走。”我说："这是真的？”“当然啦，没这本事怎么当操盘手！”他不容置疑地回答。你相信吗？反正我是不会信的。但是有许多投机者相信，于是就有了张大姐们向他们刻苦学习。假如操盘手真有这本事，一年只交易200天，每天只赚1%，那么，1万元本金一年能赚6.32万元，这样的收益率继续保持下去，10年时间就会盈利4.4万亿元。读者如果对"4.4万亿”这个天文数字感到难以置信，可以自己拿起计算器算一下。在我所见过的众位期货投机者的结局大体上和张大姐相似，不论是亏光了钱的，还是没亏光钱的，他们或者是离开了期货市场，或者是越做越小。如果我所见过的投机者样本太小，不足以说明问题，那么，就来看看下文中世界著名技术分析大师的结局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我为何放弃技术分析㊀

著名技术分析大师的结局

波浪理论开创者 R. N. 艾略特，在 1929 ~ 1933 年的全球经济大危机后，预测道琼斯指数将从 100 多点上升到 3000 多点，这在当时确是惊天动地的大预言。事实也证明，这确实是很有前瞻性的预测。1982 年，道琼斯指数波动在 1000 点上下，当代波浪理论最优秀的传承者小罗伯特·普莱切特指出：道琼斯指数将触及 3800 点的最终目标，之后，甚超级循环浪中的调整浪将在 1999 年筑底。1987 年道琼斯指数从 2722 点暴跌至 2000 点的时候，普莱切特将预测修正为：道琼斯指数已经越过了顶部，将在 20 世纪 90 年代初期跌到 400 点以下，并且进入持续 200 年的超级大熊市。可是，历史狠狠地嘲弄了普莱切特的波浪预言：道琼斯指数在他预言之后的十多年中一而再、再而三地创新高，1999 年竟飙涨到了 11 500 点。于是波浪理论的声誉也从极盛走向极衰。

创造了“移动平均线八大法则”的图表大师乔·格兰维尔，在 20 世纪 80 年代早期能以个人的力量左右市场。1981 年 1 月 6 日，他向全球 3000 位投资客户传话，“统统卖掉所有股票”，次日早晨，证券公司里卖单泛滥，道琼斯指数下挫 2.4%；在前一年的 4 月份，格兰维尔的买进指示使道琼斯指数上涨了 3%；1981 年 9 月，他的卖出指示则几乎引起全球金融恐慌。后来，当道琼斯指数走到接近 800 点时，他在《格兰维尔市场简讯》中告诉客户，股市正在崩盘中，道琼斯指数将很快跌到 450 点，投资者不仅该卖出手中持股，还要卖空，以便在金融末日中获利，结果股市反而站上 1200 点。1984 年他再度警告数量日益减少的客户“多头市场只是一个泡沫现象”，崩盘将至。他的信徒因此痛失 20 世纪 80 年代的

㊀ 本文选自我的投资笔记。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大牛市，而他身为股市预测大师的地位也从此一去不返。

指标大师艾兰恩·高萨瑞丽任雷曼兄弟投资银行的副总裁。她不是用单一指标，而是集合13种指标来测市，而且热衷于研究极重要的细节问题。在1987年美股大崩盘之前，她建议客户在9月1日前完全撤出股市。10月11日前，她几乎肯定崩盘迫在眉睫。两天后，她告诉《今日美国》报，道琼斯指数即将下跌500点以上。一周之内，她的预言实现了。媒体上封她为“黑色星期一的大法师”，颂扬文章在《大都会》《财富》等各类杂志频频刊载。然而她对这次股灾的准确预测成了绝唱，此后她预测道琼斯指数还要再跌200～400点，说自己不会再碰股市。于是，她不仅错过了暴跌后的暴涨行情，也错过了20世纪90年代的超级大牛市，追随她的投资者更是痛苦失望。

最经典的当属被誉为20世纪初“最伟大的股票和期货投机人”的杰西·利文摩尔。著名的《股票作手回忆录》就是以他的投机生涯为原型写作的。《股票作手回忆录》被技术分析者誉为圣经，许多“技术分析无用论”支持者也给予高度好评，也许是因为该书中不少关于投机心理的描写，同样适用于价值投资。据该书描写，白手起家的利文斯顿（书中使用的假名）的投机技术有如神助，甚至一度连经纪商都不为他提供交易服务。据另外的资料记载，杰西·利文摩尔在投机生涯辉煌时期，拥有豪华别墅、豪华游艇，甚至一度连总统都请他停止对棉花的做空。但是，《股票作手回忆录》很不客观，只写成功的，对杰西·利文摩尔几次破产的悲惨遭遇只用少量语言简单带过。据《江恩华尔街45年》一书记载，杰西·利文摩尔破产过几次，受资助后，每次都东山再起，然而他在最后一次破产后自杀了。

在我所知的多位著名技术分析家中，硕果仅存的就是威廉·江恩了。许多书中记载，在威廉·江恩53年的投机生涯中，大约共盈利5000万美元。但我国台湾出版的《甘氏理论》一书中写道：“由于江恩是第一流的推销者，他在各种著作中仅强调自己的成功，5000万美元这个数据显然被严重高估，经纪商的报告显示，他的交易账户平均余额仅稍多于200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万美元。”

即使威廉·江恩在53年内赚到了5000万美元，也相似于顶级基本分析大师的投资成绩。我假定威廉·江恩的初始资本为1000美元，按23%的年化复利计算，53年赚到的钱约为5820万美元。虽然这样的估算很不精确，初始资本的提高会使得收益率数据减小，考虑进生活上的支出又会使收益率数据增大。又由于威廉·江恩管理的资产非常大，也经营股票投机培训，5000万美元是自有资本赚取的还是含有管理费等其他收入也不得而知，总之，威廉·江恩的盈利确实是无法考证的。而公认的基本分析大师都是公众资产管理者，他们的盈利数据是经过审计的公共资产盈利率。至今我都没有获得任何一位技术分析大师可以令人信服的长期盈利率数据。

技术分析者的主观性

伯顿G. 马尔基尔在《漫步华尔街》一书中挖苦说：“我个人从不认识什么成功的技术分析师，倒见过几个不成功的折戟沉沙、惨败不堪。令人称奇的是，技术分析师从来没有一丝悔意，如果你犯了社交礼仪的错误，冒昧地问他为何如此落魄，他会坦率地说是因为犯了人都会犯的错误：没有相信自己的图表。”

好一个“没有相信自己的图表”。这说明了技术分析准确度差，分析者自己都不太相信。我曾数次见过K线图、成交量、均线系统都非常相似的两只股票，按技术分析理论，它们要大幅上涨。然而，几个月后，这两只股票一只大涨，另外一只大跌。如果我不用技术分析，改用抛硬币猜正反面的方法，也会预测到同样的结果。

非常多的分析者在总结得失成败时都不客观，他们总是记住错过的利润，而忘记判断错误带来的损失！这才会有“没有相信自己的图表”式的沮丧。我见过许多六合彩迷、彩票迷，他们也同样是把躲过的非中奖号码抛之脑后，而对错过的中奖号码耿耿于怀。他们没有统计过，如果施行了所有的技术分析指出的操作方案，盈利是否会超过损失？或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利率是否会超过市场平均水平？把所有的选出的彩票号码组合都买下来，中奖的收入是否会超过付出的成本？

在做了几笔成功的交易后，自信心、贪欲就会极大地膨胀，就会下重注频繁地交易，试图赢取巨额利润，恰恰此时，大幅亏损就来了。这是技术分析者普遍的人性弱点。虽然基本分析者身上同样也有这种弱点，但是基本分析者对未来比较理性、客观，预期较低，这种人性弱点表现得较弱，比较容易克服。

放弃技术分析方法

在我 17 年研究基本分析方法的同时，我对各种技术分析方法至少也研究了 10 年。原本希望把技术分析技术结合进基本分析系统，收到"1 + 1 >2"的效果。然而，如今总结起来，加入技术分析系统后，有时候确实能有超额利润，但是有时候反而遭到额外损失。综合来看，两者结合的超额效果为零。技术分析方法总是跟在市场后面跑，有时也能抓住市场"衣角"，但更多时候抓不住。股市行情千变万化，以过去特定时期的股市波动规律来预测未来股市变动常常会失灵。基本分析者其实不必浪费时间和精力去研究各种技术分析方法。

为何诸多技术分析大师败走麦城？我的结论是：进行技术分析的前提条件是认为所有的基本面信息都反映在股票的价格走势上，因此，技术分析者必须排除基本面分析的主观影响，并且不能受价值观念的束缚。但恰恰是，有时候，技术分析得出的结论与股票的实际价值有天壤之别，这就决定了技术分析的自我毁灭。

写这本书之前，我对各种投资思维进行了梳理，投资体系最终定型。但是技术分析与基本分析的结合体会没有放进这套投资体系，我彻底放弃了技术分析方法。

我的观点是："技术分析，不学会更好。"德国证券投机家安德烈·科斯托拉尼在 90 岁高龄时很干脆地直接说："行情图表，能赚但必赔。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附　录

陈逢元推荐的投资类书籍

正如我在本书前言中所讲，热爱读书、虚心好学是溶入本书的思想基础。如果没有前辈大师的教诲，我是难以在股票市场取得成功的。十几年来，我详细阅读过的投资类书籍近百本，其中，值得永久珍藏的不下于40本。今天，本书正式定稿，我从自己的书架上选择了一些对我的投资体系的形成有帮助的股票投资类书籍与读者分享，并附上我个人的简短阅读体会，作为对读者的最后馈赠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[1] 理查德·科克. 散户兵法——十种超越大盘的选股策略 [M]. 陈重亨，译. 海口：海南出版社，1997.

该书的选股策略可以拓展投资者的视野，对初学者很有益。但有一部分策略是仅仅依靠观测得来，并非永远有效，投资者应该思考其背后的理论依据，切不可依着葫芦画瓢。该书不可滥用，滥用很危险。

[2] 卫威. 新股市十大亨 [M]. 天津：天津人民出版社，1997.

这本书整理、集合了10位国外股票投资家的投资思想，开阔了我的视野，启发了我的思维。

[3] 迪恩·利巴朗，罗迈什·瓦迪伦格姆. 投资理念制胜 [M]. 金彦等，译. 北京：中国标准出版社，科文（香港）出版有限公司，2000.

这本书汇集世界各门派大师的思想精华，每一章都有不同的风格特征，颇值一读。

以上三本书是在我的投资生涯初期最早购买的，在我形成自己的投资原则的初期有很大的启蒙作用。

[4] 菲利普 A 费舍. 怎样选择成长股 [M]. 罗耀宗，译. 海口：三环出版社，海南出版社，1999.

这是一本经典著作，是费舍前三本著作的集成，其中第一本著作《怎样选择成长股》在1957年首次出版时，被认为是无价之宝。买到这本书的第一个星期里，我就读了三遍。可以说，该书字字珠玑。

[5] 本杰明·格雷厄姆. 格雷厄姆投资指南 [M]. 罗大勇，包文斌，译. 南京：江苏人民出版社，2001.

这本书被价值投资者评价很高，可以说是《证券分析》的简写版，普通投资者比较容易理解。本书有不同版本的书名《聪明的投资者》。

[6] 钟铁夫，黄文泉. 华尔街二百年股市风云录 [M]. 上海：百家出版社，2003.

严格来讲，这本书不属于股票投资类书籍。该书用比“纪录片配音”要轻松一些的语言描述了华尔街跌宕起伏、尔虞我诈的投机故事，可以开阔投资者的视野，具有参阅、触动、启发思考的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[7] 安德烈·科斯托拉尼. 大投机家 [M]. 何宁，译. 海口：海南出版社，三环出版社，2006.

科斯托拉尼用风趣幽默的语言讲述了金融投资市场的规则。

[8] 吉姆·罗杰斯. 风险投资家环球游记 [M]. 凌建平，胡利平，译. 上海：上海人民出版社，2004.

读过吉姆·罗杰斯的《商品投资》《环球游记》《给女儿的八封信》后，我认为，他的长期战略眼光、投资哲学是非常值得称赞和学习的。但罗杰斯毕竟是外国人，他的书对中国经济现状的描述完全是凭感觉，他的观点不能用于中国股市的具体操作。

[9] 彼得·林奇，约翰·罗瑟查尔德. 彼得·林奇的成功投资 [M]. 焦绪凤，王红夏，译. 北京：机械工业出版社，2002.

该书通俗易懂，为初级投资者指明正确的方向，为中级投资者增强投资自信心。

[10] 小罗伯特 G 海格士多姆. 沃伦·巴菲特之路 [M]. 朱武祥，樊勇，译. 北京：清华大学出版社，2007.

这本书前半部讲述了沃伦·巴菲特的投资思想，后半部讲述了沃伦·巴菲特重仓股的买入分析。

[11] 杰里米 J 西格尔. 股史风云话投资 [M]. 何亮宇，杨海峰，译. 3 版. 北京：清华大学出版社，2004.

西格尔教授翔实的统计数据指出了投资的战略性选择方向，有不可低估的价值。本书有机械工业出版社版本，书名为《股市长线法宝》。

[12] 约翰·诺夫辛格. 理财路上的前车之鉴——担心股票、基金、债券投资的陷阱 [M]. 马苏芹，达兵，译. 上海：上海人民出版社，2004.

触目惊心！长期资本管理公司、橙县、巴林银行，自负的情绪导致这些资本巨人的破产。这本书是金融投资市场的经典反面教材。我非常感谢诺夫辛格教授！

[13] 沃伦·巴菲特，劳伦斯 A 坎宁安. 巴菲特致股东的信 股份公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司教程［M］. 陈鑫，译. 北京：机械工业出版社，2004.

这本书讲述了股票投资的基本道理，这些道理是容易理解的，但我们不能因为这些道理的简单易懂就漠视它。也许出于语言文化的差异，这本书的语言表达同许多翻译本一样，还是有些拗口，需要细细品读。

［14］彼得·林奇，约翰·罗瑟查尔德. 战胜华尔街［M］. 刘建位，李国平，译. 北京：机械工业出版社，2008.

这本书可以说是《彼得·林奇的成功投资》的升级版，对中等级别以上的投资者非常有益。

［15］但斌. 时间的玫瑰［M］. 太原：山西出版集团，山西人民出版社，2007.

应该说，这本书是但斌的博客文章选集，书中还收录有一些优秀投资者的演讲。但斌文笔优美，读这本书远比读外国作品来得舒畅。书中重视沃伦·巴菲特的定性分析理论，善于从长远角度看待投资，能够引发读者的思考。不足之处是忽视定量估值。比如，从我个人角度看，书中《招商银行的未来》一文，对招商银行的估值方式就过于粗放了。

［16］帕特·多尔西. 股市真规则［M］. 司福连，刘静，译. 2 版. 北京：中信出版社，2010.

［17］帕特·多尔西. 巴菲特的护城河［M］. 刘寅龙，译. 广州：广东经济出版社，2009.

读了《股市真规则》《巴菲特的护城河》后，我强烈感受到，它们对投资者的价值非同寻常。这两本书的价值可以媲美菲利普 A. 菲舍的著作，特别是《巴菲特的护城河》一书。不过读者也应该注意，这两本书再好也仅代表帕特·多尔西的观点，没有融进自己的思考而对号入座，也有可能因本质的些许不同而对错了号。

［18］霍华德·马克斯. 投资最重要的事［M］. 李莉，石继志，译. 北京：中信出版社，2012.

这本书是马克斯写给客户的投资备忘录之集成。读者需要有一些投资基础知识才能理解它的内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[19] 杰里米 J 西格尔. 投资者的未来 [M]. 李目平，等译. 北京：机械工业出版社，2012.

这本书可以说是《股市风云话投资》的后续。该书引用了杰里米 J. 西格尔的导师、美国首位诺贝尔经济学奖得主保罗·萨缪尔森为《股市长线法宝》美国版本写的值得投资者深思的序言："杰里米 J. 西格尔令人信服地论证了长期中采用'购买—持有'策略进行投资的好处。如果你和我一样也是经济学的信徒，请想一想，假如有一天西格尔的读者被广泛地模仿，那么这种谨慎的哲学什么时候自我毁灭？"

经过审慎思考，我认为杰里米 J. 西格尔不会被广泛模仿，这种哲学不会自我毁灭。因为，幻想一夜暴富是人类的天性，就像彩票永远不会缺乏购买者一样。从几百年前的郁金香狂潮、南海泡沫直到今天，狂热与恐惧，追涨与杀跌，人类的这些习性没有任何改变。价值投资者有望获得超额收益是以无视价值的交易对手的存在为基础的，否则，市场将很有效率，我们也只能获得市场平均收益。这一段话，恰好适合作为本书的结束语。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书语录

最可靠的经济护城河

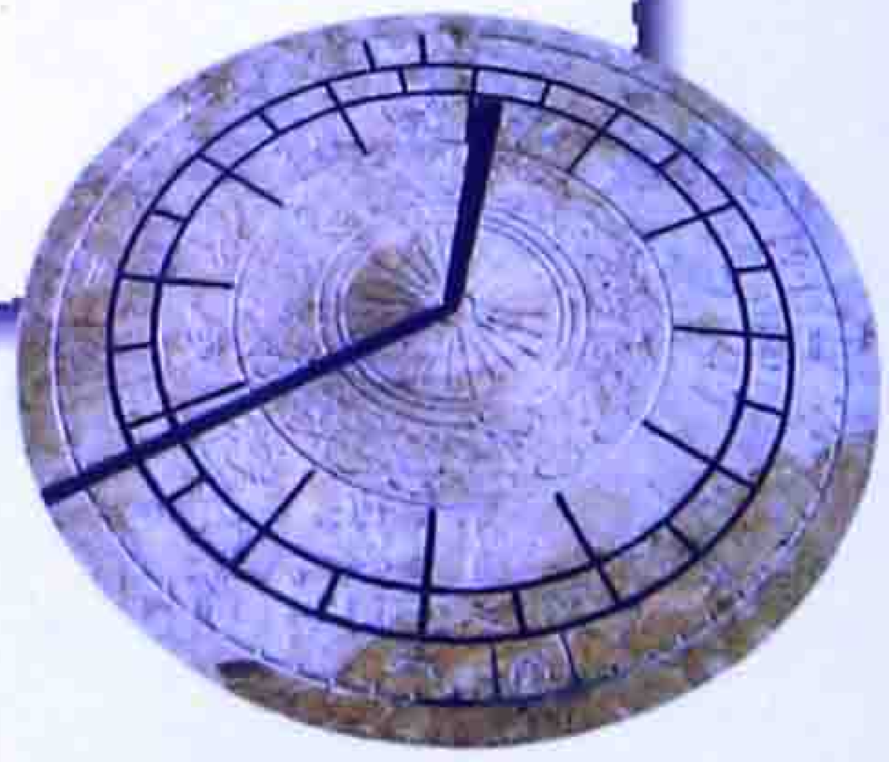
中国特色的历史文化护城河是最可靠的经济护城河，它完全把竞争者阻挡在门外，是真正可靠的。

我为何放弃技术分析

进行技术分析的前提条件是认定所有的基本面信息都反映到股票的价格走势上面，因此，技术分析者必须排除基本面的主观影响并且不能受到价值观念的束缚。但恰恰是，有时候，技术分析得出的结论与股票实际价值有天壤之别，这就决定了技术分析的自我毁灭。

定性分析理论与估值理论结合

虽然时间拉长后投资者可以凭借公司的持续增长和股票市场的周期性估值上升以补偿中短期亏损，但是定性分析理论缺乏估值能力的缺陷仍然会严重拉低投资收益。市盈率预期增长率估值理论可以弥补这一缺陷。估值理论的缺陷是不能确定未来公司的经营状态，这种缺陷是致命性的，定性分析可以弥补这一缺陷。所以，待投资的股票必须通过两套理论的检验。这两套理论的结合取长补短解决了不确定性的问题，达到“1+1>2”的分析效果。



ISBN 978-7-111-48421-9

上架指导 股票投资

ISBN 978-7-111-48421-9

定价：28.00元